

抢占跨境电商物流高成长赛道， 估值由“货代”切换对标“综合物流”

核心观点：

- **华贸物流：专注跨境物流30年，恒者行远，厚积薄发。**公司于1984年成立，2012年上市，主要提供以国际货代业务为核心业务的跨境综合第三方物流服务。截至2021年2月1日，公司的总市值超过150亿元，总资产达73亿元，海外网络遍布160+个国家及地区，分支机构多达90+家。预计2020年净利润超5.2亿，增速50%-60%。
- **成长赛道：全球贸易线上深化催生跨境电商物流市场。**①**驱动因素：**跨境电商高成长发展，催生物流增量需求。按照海关总署新统计口径测算，预计跨境电商物流市场（B2C）约为5000亿元左右。②**疫情机遇：**国内率先复工制造业优势凸显，出口物流需求大增。2020年11月同比增幅达到14.9%，反弹明显。③**催化因素：**客机减班停航致腹舱运力下降，航空货运价格上涨。2021年1月上海-北美航空货运价格7.1美元/公斤，同比+132.79%。④**关键环节：**“客改货”增量运力利好空业业绩改善。⑤**政策红利：**国家强化自主可控全球供应链，培育国际物流龙头企业势在必行。⑥**外贸形势：**RCEP正式签署，跨境电商物流迎增量红利。
- **核心业务：国际货代为基石业务，跨境电商物流高成长。**①**海运代理：**市占率具有提升空间，疫情下集运价格维持高位；预计2020-2022年营收同比+2.76%/+23.05%/+10%。②**空运代理：**运力网络遍布全球，空运价格高位运行支撑业绩；预计2020-2022年营收同比+65.27%/+44.34%/+12%。③**跨境电商物流：**跨境电商行业高增长，赋予强劲发展潜力。预计2020-2022年营收同比+788.74%/+85%/+35%。④**特种物流&工程物流：**业务特殊属性赋予溢价效应，未来具有放量空间。⑤**第三方仓储：**仓储面积17万平米，毛利率水平或继续维持较高区间。
- **盈利预测与估值：**预测公司2020-2022年EPS为0.40、0.54、0.63元，对应PE为28倍、21倍、18倍。维持给予“推荐”评级。

表 1：主要财务指标及预测

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10252.46	14686.55	19115.40	22041.41
增长率	8.54%	43.25%	30.16%	15.31%
毛利率（%）	11.68%	12.33%	12.37%	12.39%
归母净利润（百万元）	343.73	527.16	706.26	826.14
增长率	7.49%	53.37%	33.98%	16.97%
EPS（元）	0.262	0.403	0.539	0.631
P/E	44.00	28.69	21.41	18.31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

华贸物流（603128.SH）

推荐 维持评级

分析师

王靖添

☎：8610-80927666

✉：wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

市场数据

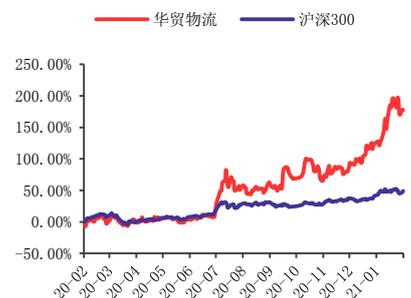
2021/02/03

A股收盘价(元)	11.34
A股一年内最高价(元)	12.92
A股一年内最低价(元)	8.88
上证指数	3517.31
市盈率(TTM)	29.74
总股本(万股)	130946.30
实际流通A股(万股)	130946.30
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	148.49

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对表现

2021/02/03



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河交通王靖添团队】公司点评报告-物流行业-华贸物流（603128.SH）：12月航空货运价格持续反弹，签署包机合同增强空运能力稳定性。

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

短期驱动因素: 受国内外疫情反复和疫苗运输挤占运力影响, 空运价格维持高位继续利好公司国际空运业务。国内外疫情反复, 国际航线复航节奏放缓, 国际客机腹舱运力恢复仍需时间, 同时 2021 年全球新冠疫苗运输分发将挤占国际航空运力, 预计 2021 年航空货运价格仍将处于相对高位。据 TAC 航空货运价格数据显示, 2021 年 1 月 15 日, 上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 7.1 美元/公斤、4.76 美元/公斤, 同比+132.79%、+94.29%。国际航空货运价保持高位水平, 有利于支撑公司空代、跨境电商物流等业务的业绩表现。

长期驱动因素: 全球贸易线上深化发展催生增量物流新市场, 公司有望提升市场份额。据海关总署统计数据进行分析显示, 近年来跨境电子商务年近 40% 的增速发展。跨境电商物流占跨境电商交易成本的比例为 20%-30%, 按照 2020 年中国跨境电商 10 万亿广义口径测算, 则跨境物流市场体量约 2-3 万亿区间。按照 B2B 与 B2C 跨境电商物流的市场规模占比分别为 80% 和 20%, 则 2020 年, B2B 跨境电商物流市场为 1.6-2.4 万亿元, B2C 跨境电商物流市场为 4000-6000 亿元。根据海关总署新设定的统计口径来看, 2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元, 预计跨境电商物流市场 (B2C 口径) 约为 5000 亿元左右。我们认为当前公司逐步完善跨境电商物流服务生态链, 有助于未来逐步提升跨境电商物流市场的份额。

我们与市场不同的观点:

一是受国内外疫情反复、2021 年疫苗运输挤占运力及高品质物流需求增加影响和促进, 我们认为 2021 年空运价格仍然维持高位水平持续支撑公司空代、跨境电商物流业绩。二是我们认为公司有望把握新冠疫情机遇, 业务结构实现进一步优化, 持续提升国际航空货代市占率, 同时抢占“高成长、高毛利”的跨境电商物流市场份额, 正式从“国际货代”转型为“跨境综合物流”头部上市公司, 估值切换对标综合物流行业。

估值与投资建议:

根据业绩拆分和盈利预测结果, 预计 2020-2022 年公司分别实现营业收入 146.87 亿元、191.15 亿元、220.40 亿元, 同比分别+43.25%、+30.16%、+15.31%。预计 2020-2022 年公司分别实现归母净利润 5.27 亿元、7.06 亿元、8.26 亿元, 同比分别+53.37%、+33.98%、+16.97%。2020-2022 年, 预计 EPS 分别为 0.40 元/股、0.54 元/股、0.63 元/股, 对应 28 倍、21 倍、18 倍 PE。当前公司积极抢占具备“高成长、高毛利”的跨境电商物流市场, 公司估值也应由“单个环节货代”估值提升对标“综合物流”的估值水平, 未来公司将迎来估值和业绩齐升局面。

绝对估值方面, 我们采用了三阶段的 FCFE 模型对公司进行估值分析。参数假设方面, 考虑到跨境电商行业的高成长性或将持续至 2027 年, 设定过渡期为 5 年, 即 2023-2027 年期间。基于未来跨境电商物流市场稳步增长, 假设 2023-2027 年过渡期增长率为 7%, 2027 年之后为永续增长期, 假设永续增长率为 0.5%。同时, 我们测算得出公司 β 为 1.81, WACC 为 6.59%。在以上参数假设的基础上, 我们估算公司每股目标价约为 16.21 元。

基于以上盈利预测和分析, 维持给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

跨境电商高成长发展, 航空货物运输业高景气度发展等。

主要风险因素:

空运海运价格大幅下跌的风险; 跨境物流需求不及预期的风险; 国际贸易形势变化产生的风险。

目录

一、华贸物流：专注跨境物流 30 年，恒者行远，厚积薄发	4
（一）基本概况：30 年品牌跨境物流提供商，总市值超 150 亿元	4
（二）股权结构：央企中国诚通持股，国资委间接控制	4
（三）主营业务：海代空代占比达 75%，跨境电商占比提升至 14%	6
（四）财务概况：预计 2020 年净利润超 5.2 亿，增速 50%-60%	7
二、成长赛道：全球贸易线上深化催生跨境电商物流市场	8
（一）驱动因素：跨境电商高成长发展，催生物流增量需求	8
（二）疫情机遇：国内率先复工制造业优势凸显，出口物流需求大增	10
（三）催化因素：客机减班停航致腹舱运力下降，航空货运价格上涨	12
（四）关键环节：“客改货”增量运力，利好空运货代板块业绩改善	14
（五）政策红利：国家强化自主可控全球供应链，培育国际物流龙头企业势在必行	15
（六）外贸形势：RCEP 正式签署，跨境电商物流产业迎来增量红利	17
三、核心业务：国际货代为基石业务，跨境电商物流高成长	18
（一）海运代理：市占率具有提升空间，疫情下集运价格维持高位	18
（二）空运代理：运力网络遍布全球，空运价格高位运行支撑业绩	22
（三）跨境电商物流：跨境电商行业高增长，赋予强劲发展潜力	25
（四）特种物流&工程物流：业务特殊属性赋予溢价效应，未来具有放量空间	27
（五）第三方仓储：仓储面积 17 万平米，毛利率水平或继续维持较高区间	30
四、盈利预测及估值	31
（一）盈利预测及相对估值	31
（二）绝对估值	35
五、风险提示	35
六、附录	36

一、华贸物流：专注跨境物流 30 年，恒者行远，厚积薄发

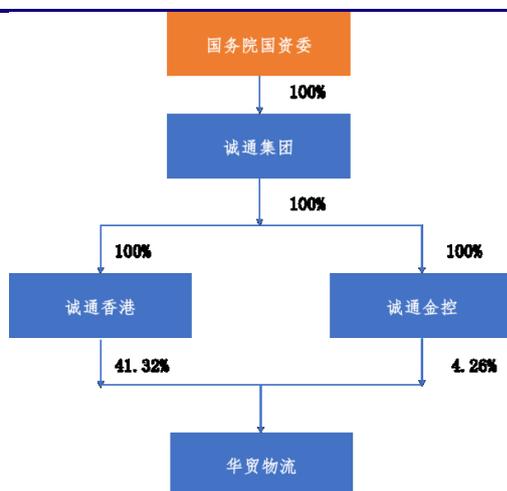
（一）基本概况：30 年品牌跨境物流提供商，总市值超 150 亿元

30 年品牌物流企业，以提供国际货代业务为核心。港中旅华贸国际物流股份有限公司（简称“华贸物流”、“公司”）于 1984 年 12 月 14 日在上海成立，注册资本 10 万元，是我国最具规模的跨境综合物流服务企业之一，主要提供以国际货代业务为核心业务的跨境综合第三方物流服务。2012 年 5 月 29 日，华贸物流在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 603128.SH。自成立及上市至今，30 余年间，公司在行业内具备了悠久的经营历史，并享有了较高的品牌知名度。截至 2021 年 2 月 1 日，公司的总市值超过 150 亿元，总资产达 73 亿元，海外网络遍布 160+个国家及地区，分支机构多达 90+家。公司有志于打造成为世界一流的全球性物流服务企业。

（二）股权结构：央企中国诚通持股，国资委间接控制

央企中国诚通持股，国资委间接控制。中国诚通控股集团有限公司（简称“中国诚通”）100%控股的两家全资子公司，即中国诚通香港有限公司（简称“城通香港”）、北京城通金控投资有限公司（简称“城通金控”），分别持有华贸物流的 41.32%、4.26%股份，分别为公司的第一、第二大股东。中国诚通是国务院国资委的全资子公司。由此可见，国务院国资委通过控制子公司中国诚通及其子公司，对华贸物流形成间接控制，间接持股比例达到 45.58%，是华贸物流的实际控制人，央企大股东实力雄厚，为公司发展提供了有力支撑。

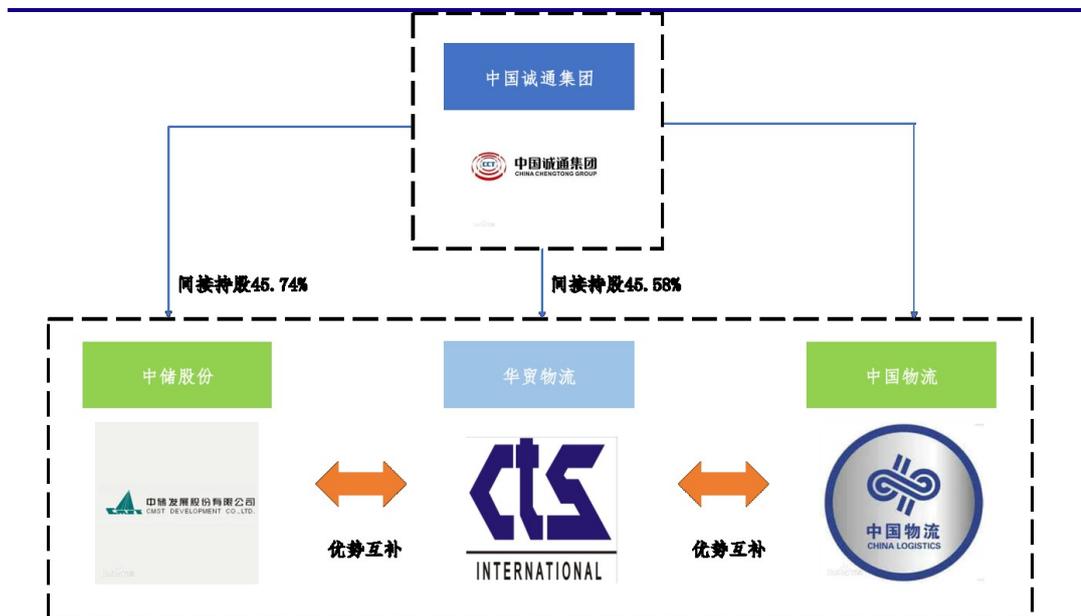
图 1：华贸物流股东结构图



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

同隶属中国诚通集团，兄弟企业赋予协同互补效应。中国诚通于 1992 年由原物资部直属的物资流通企业合并组建成立，自成立伊始，即担负起国家重要生产资料的收购、调拨、仓储、配送等任务。此后几年间，经过整改重组及公司制改造，成为了国务院国资委全资控股的企业集团。截至目前，中国诚通集团旗下的子公司还包括同行业的中储发展股份有限公司（简称“中储股份”）、中国物流股份有限公司（简称“中国物流”），中储股份、中国物流与华贸物流形成了集团内部的资源协同互补效应。

图 2：中国诚通集团持股公司示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

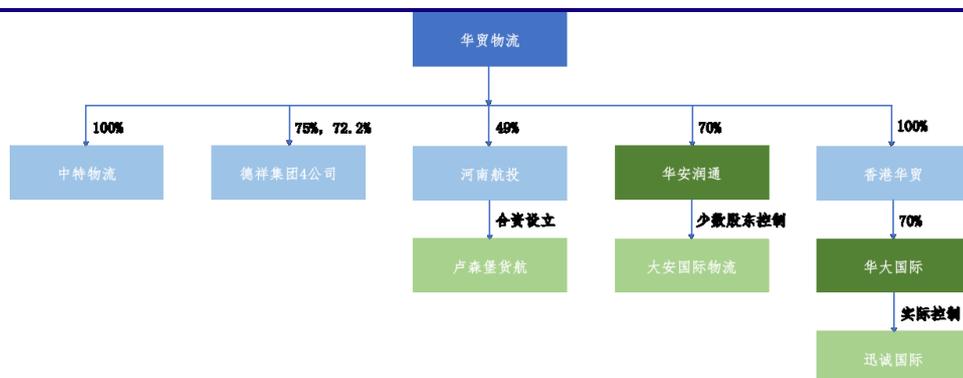
业务分支 1：德祥集团并入，支撑跨境物流板块。德祥集团，包括上海德祥国际货代有限公司（简称“德祥货代”）、上海德祥船务有限公司（简称“德祥船务”）、上海德祥集装箱运输有限公司（简称“德祥集装箱”）、上海德祥物流有限公司（简称“德祥物流”），为华贸物流的重要子公司，目前公司持股比例分别为 75%、75%、75%、72.2%。2014 年 11 月，公司作价 2 万亿元，收购德祥集团。德祥集团的并入，进一步增强了公司跨境物流板块经营能力。

业务分支 2：与河南航投联手，夯实空运运力建设。河南航投物流有限公司（简称“河南航投”），为华贸物流的重要联营企业，当前持股比例为 49%。2019 年 10 月 21 日，公司作价 1.185 亿元，收购了河南航投 49% 的股权。通过资本投入为纽带，借助河南航投已经构建的运力资源更好协同“空中丝绸之路”运力资源，实现物流链向上游延伸，努力构建细分市场全链条的物流服务能力，进一步打造差异化竞争优势与竞争壁垒。

业务分支 3：控制大安国际、华大国际，快速进入邮政国际空运市场。公司通过收购北京华安润通国际物流有限公司和华大国际物流有限公司 70% 股权，快速进入邮政国际空运业务细分市场；通过并购实现与大安国际在国际运力采购、机场地面操作、国际跨境业务及新市场拓展等方面的优势互补。

业务分支 4：收购中特物流，强化工程物流、特种物流板块。中特物流有限公司（简称“中特物流”）为华贸物流的重要子公司，当前持股比例为 100%。2015 年，华贸物流作价 12 亿元收购了中特物流 100% 的股权，中特物流作为国内颇具规模的大型工程及特种物流企业集团，业务范围覆盖了国内工程物流（电力设备等）、国际工程物流（电力设备、基建材料、房建材料、铁路装备等出口）、国内大宗商品物流（沥青油品等）、危险品物流（核燃料、核乏料等）等工程物流及特种物流行业的细分领域。通过收购并控股中特物流，公司的工程物流、特种物流板块的综合实力得到了显著强化。

图 3：华贸物流重要子公司及联营企业

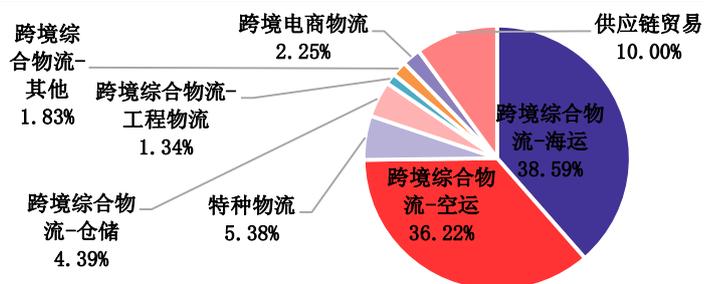


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

（三）主营业务：海代空代占比达 75%，跨境电商占比提升至 14%

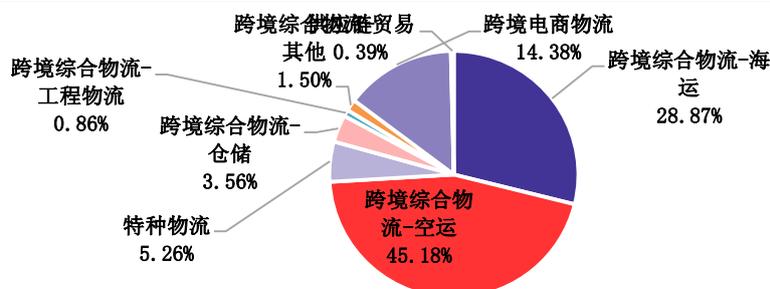
国际海运、空运代理营收占比达 75%，2020 上半年跨境电商业务发展迅速。总体来看，2019 年/2020 年 H1，公司的主营业务中，海运代理业务营收占比分别为 38.59%/28.87%，空运代理业务营收占比分别为 36.22%/45.18%，跨境电商物流占比 2.25%/14.38%，特种物流占比 5.38%/5.26%，仓储业务占比 4.39%/3.56%，工程物流占比 1.34%/0.86%。由此可见，国际海运、空运代理业务营收占比达 75%，为公司最主要收入来源。同时，值得注意的是，2020H1，公司的跨境电商业务呈现出了迅速的发展态势。

图 4：2019 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2020H1 公司主营业务构成

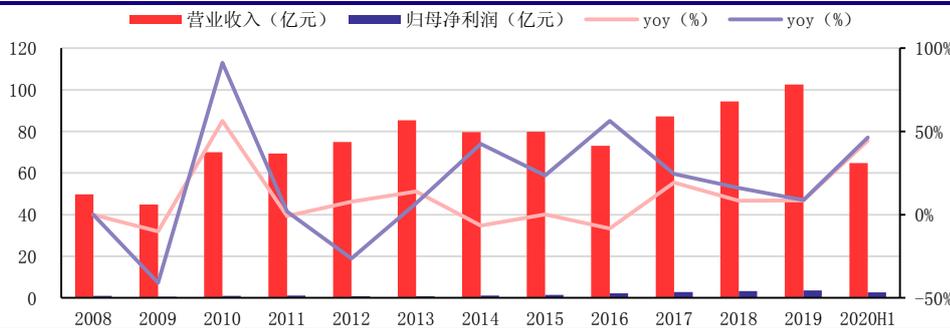


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 财务概况：预计 2020 年净利润超 5.2 亿，增速 50%-60%

2020 上半年营收、净利润增速均达 40%以上，成长势头良好。2019 年/2020H1，公司营收 102.52 亿元/64.87 亿元，同比+8.54%/+44.37%；归母净利润 3.51 亿元/2.71 亿元，同比+8.76%/+46.39%。由此可见，2020 上半年，公司营收、净利润增速达到 40%水平区间，呈现出较好的成长势头。历史趋势来看，2008-2019 年，公司营收的 11 年复合增长率 CAGR 为+2.32%，归母净利润的 11 年复合增长率 CAGR 为+10.06%，业绩呈现平稳增长的态势。可见，2020 上半年，公司业绩表现显著优于历史均值水平。根据公司 2021 年初发布的业绩预告，2020 全年归母净利润预计将达到 5.27 亿元-5.62 亿元，同比增 50%-60%，全年业绩表现亮眼。

图 6：2008-2020H1 公司营收及归母净利润



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

现金流基本覆盖营收、净利润，财务面总体稳健。2020 上半年，公司实现销售商品提供劳务收到的现金 63.46 亿元，现金与营收的比率为 97.83%；实现经营活动现金净流量 4.77 亿元，现金与归母净利润的比率为 176.01%。公司的现金流基本实现了对营收、净利润的覆盖，财务面总体呈现稳健。特别是在 2020 上半年全球疫情的背景下，公司的资金财务面仍表现较为稳健。

图 7：2008-2020H1 公司现金对营收覆盖情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

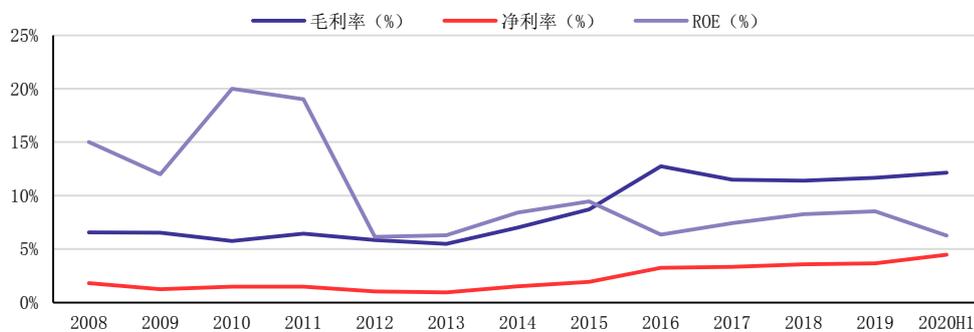
2020 上半年总毛利率为 12.15%，高于历史均值水平。2019 年/2020 年 H1，公司的毛利率为 11.68%/12.15%，公司净利率为 3.66%/4.46%（半年），ROE 为 8.54%/6.27%（半年）。历史趋势来看，2008-2020H1，公司毛利率均值为 9.72%。2008-2019 年，公司净利率的均值水平为 2.29%，ROE 的均值水平为 11.53%。由此可见，2020 上半年，公司的毛利率、净利率、ROE 高于历史均值水平，上半年利润也亦有超预期的表现。

图 8: 2008-2020H1 公司现金对净利覆盖情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 2008-2020H1 公司主要利润率指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、成长赛道：全球贸易线上深化催生跨境电商物流市场

（一）驱动因素：跨境电商高成长发展，催生物流增量需求

跨境电商进出口额持续增长，新冠疫情催化增速进一步提升。据国家海关总署数据显示，中国跨境电商零售进出口总值从 2015 年 360.2 亿元增长至 1862.1 亿元，复合增速 50.79%。受疫情影响，国内外电商渗透率提升，跨境电商交易额显著增加。2020 年前 1-9 月，通过海关监管跨境电商平台进出口 1873.9 亿元，增长 52.8%。

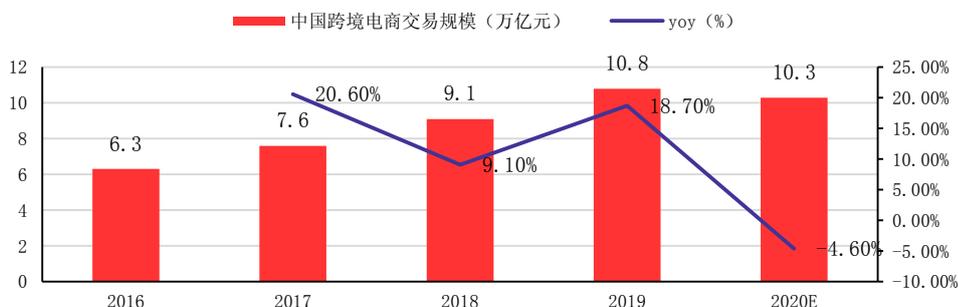
图 10: 中国海关监管跨境电商进出口总值及增长率



资料来源: 国家海关总署, 中国银河证券研究院整理

根据艾媒咨询研究报告数据显示，2016-2019年，中国跨境电商交易规模增速保持在15%以上。到2020年，受疫情影响，整体跨境电商交易在商品端、物流端等方面都受到较大影响，预计2020年底中国跨境电商交易规模将达到10.3万亿元。

图 11：中国跨境电商交易规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

叠加配套政策支持，进出口跨境电商深化发展。目前国家出台了跨境电商的关、检、税、汇等监管政策，针对仓储、物流及支付等配套服务都给予了许多便利，并选取了部分城市作为跨境电商试验区，为跨境电商的发展和突破奠定了基础。天猫国际、京东全球购、考拉海购、亚马逊等进出口跨境电商平台已成为全球各国消费者的重要购物渠道。

图 12：跨境电商与物流图谱



资料来源：中国银河证券研究院整理

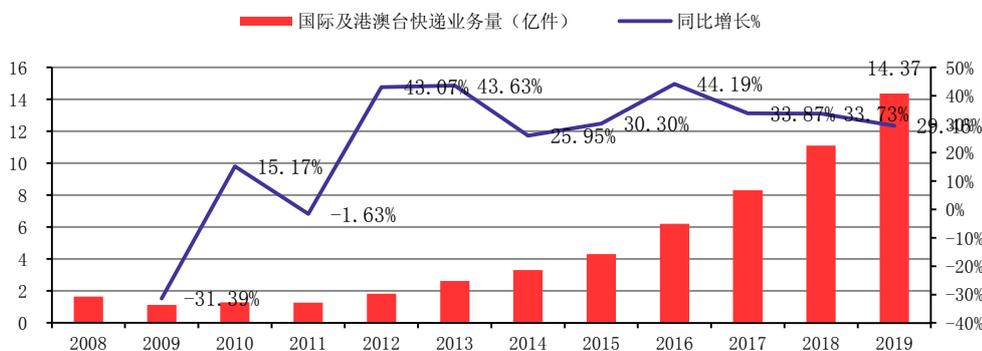
跨境电商的蓬勃发展，催生物流增量新市场。为满足全球物流的通达性和时效性，菜鸟网络与俄罗斯、英国、新加坡等国合作，形成全球智能物流网络。顺丰、圆通等国内快递物流企业增加了国际配送航线，华贸物流、中国外运等公司进一步完善国际物流网络。纵腾集团建设云途东莞智慧物流园建筑面积近4万平方米，日均综合处理量为100万票。谷仓在美国佐治亚州建设的美南仓5万平方米，可见跨境物流需求日益增加。从国际快递业数据来看也反映出良好的成长性。2019年我国国际及港澳台快递市场业务收入749.78亿元，快递业务量为14.37亿件，同比增长29.9%。累计来看，2016-2019年，国际及港澳台地区快递业务收入的3年累计增幅CAGR为+20.32%。

图 13: 国际及港澳台快递业务收入及增速



资料来源: 国家邮政局, 中国银河证券研究院整理

图 14: 国际及港澳台快递业务量及增速



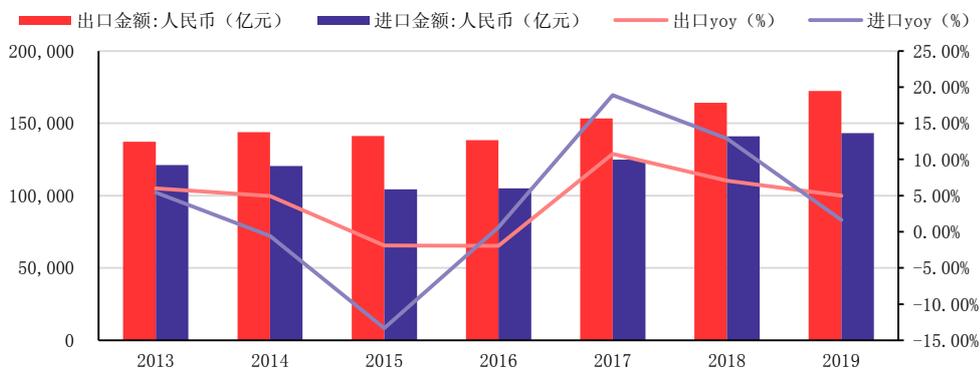
资料来源: 国家邮政局, 中国银河证券研究院整理

跨境电商物流占跨境电商交易成本的比例为 20%-30%，若按照 2020 年中国跨境电商 10 万亿广义口径测算，则跨境物流市场体量约 2-3 万亿区间。因跨境电商物流市场由 B2B 跨境电商物流（主要包括国际专线业务、一部分跨境小包业务及海外仓头程业务）、B2C 跨境电商物流（主要包括国际快递业务、另一部分跨境小包业务）构成。若按照 B2B 与 B2C 跨境电商物流的市场规模占比分别为 80%和 20%，则 2020 年，B2B 跨境电商物流市场为 1.6-2.4 万亿元，B2C 跨境电商物流市场为 4000-6000 亿元。按照海关总署新设定的统计口径来看，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，预计跨境电商物流市场（B2C 口径）约为 5000 亿元左右。

（二）疫情机遇：国内率先复工制造业优势凸显，出口物流需求大增

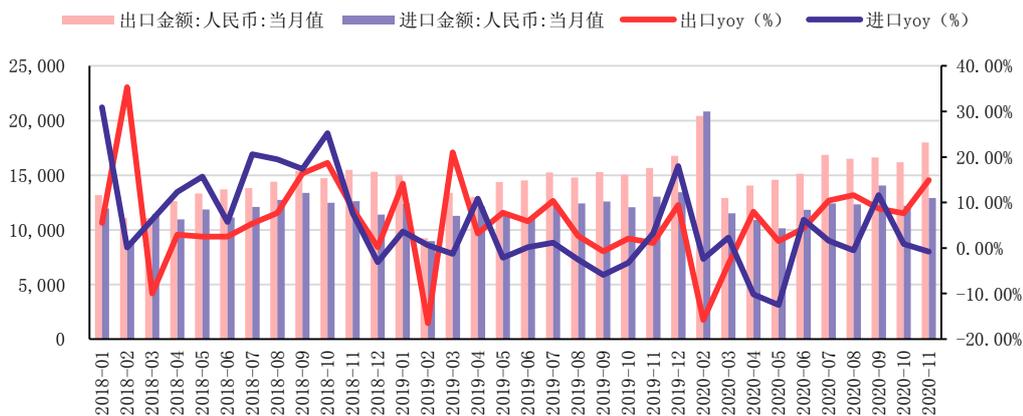
近几年外贸总额波动回升，进出口略有差异，增速较为平稳。由于国际市场需求持续低迷，贸易保护主义抬头等因素影响，2014-2016 年我国进出口总量略有下降。我国落实了一系列促进外贸稳定增长的政策措施，2017 年开始，进出口总量逐步回升。2019 年我国进出口额为 315,504.7 亿元，其中出口额 172,342.3 亿元，进口额 143,162.4 亿元。近 6 年进口额、出口额复合增速分别为 3.88%和 2.84%。2020 年新冠疫情下，国内率先复工复产，完整的制造业产业链优势支撑出口额大幅提升。根据国家海关总署数据显示，自 2020 年 7 月以来，出口额同比增速显著提升，11 月同比增幅达到 14.9%，体现了较强的反弹效应。

图 15: 2013-2019 年中国进出口变化及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

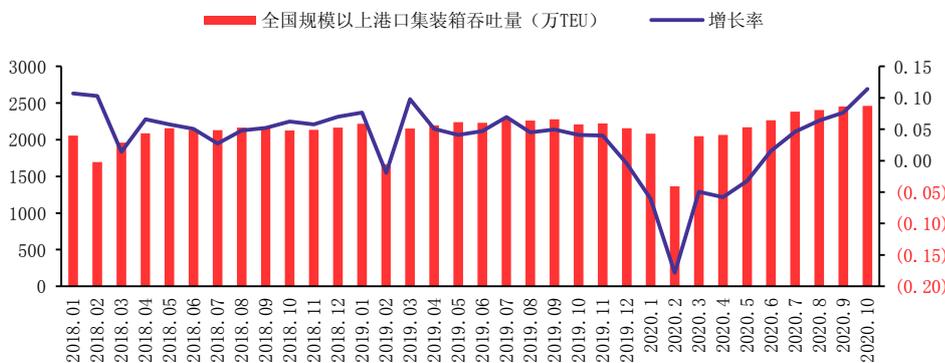
图 16: 2018 年 1 月至 2020 年 11 月中国进出口月度变化及增速 (进出口单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受出口提振及运力供给不足影响，主要港口集装箱吞吐量增速超 10%。据交通运输部发布数据显示，2020 年 10 月，全国主要港口集装箱吞吐量同比增长 11%。

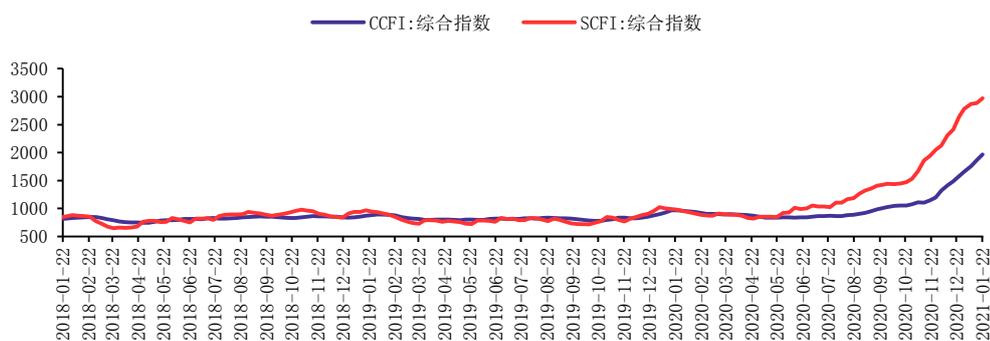
图 17: 全国主要港口集装箱吞吐量及增速变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

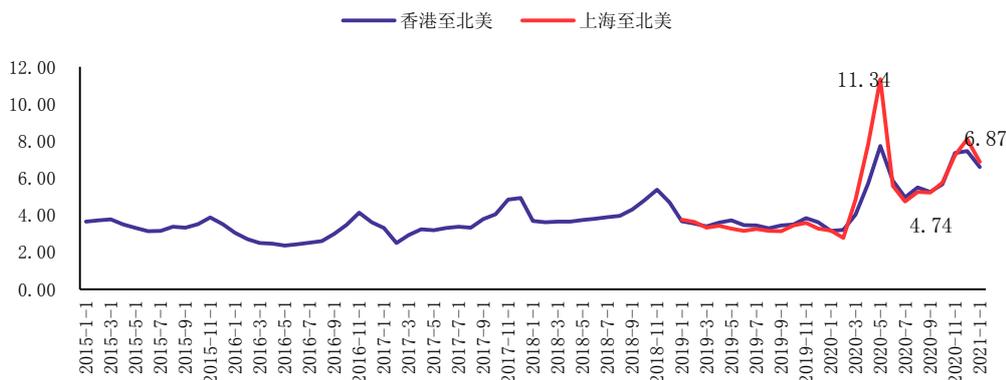
集运价格、航空货运价格涨100%左右。2021年1月22日,上海出口集装箱运价指数(SCFI)报收2868.95点,同比+189.59%;据TAC航空货运价格数据显示,2021年1月15日,上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为7.1美元/公斤、4.76美元/公斤,周环比-14.87%、+3.03%,同比+132.79%、+94.29%

图 18: CCFI、SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数 (美元/公斤)

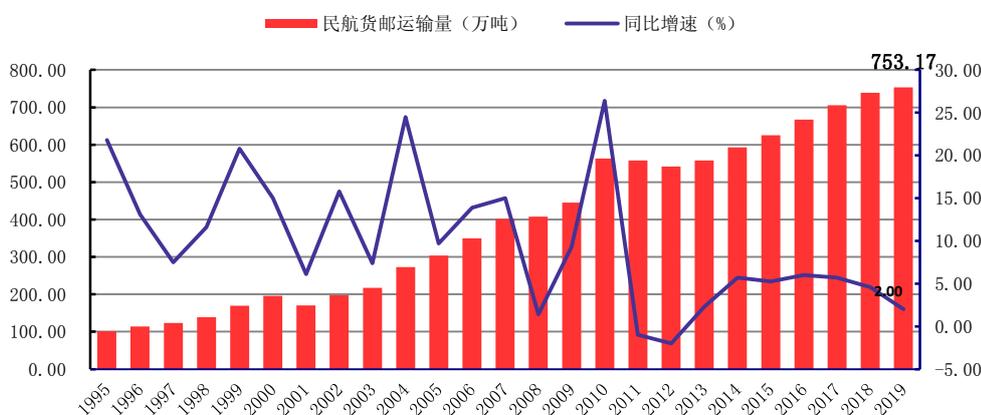


资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

(三) 催化因素: 客机减班停航致腹舱运力下降, 航空货运价格上涨

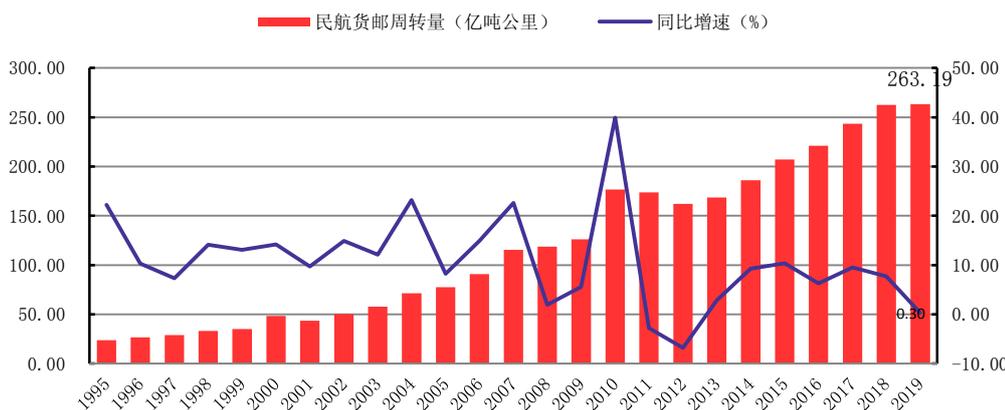
中国航空货运业总体呈现增长趋势, 2019 年民航货邮量 753 万吨, 同比增速 2%, 占全球比例为 12.3%。据中国民用航空局统计数据 displays, 自 1995 年以来, 中国航空货运量总体呈现上升趋势, 但呈现阶段性差异特征, 1995 年至 2010 年平均同比增速为 13.7%, 2011 年至 2019 年平均同比增速 3.2%。主要原因是 2011 年以来中国经济从快速增长时期逐步进入稳步发展时期, 航空货运需求增速进行换挡。2019 年中国民航货邮量 753 万吨, 同比增 2%, 占全球比例为 12.3% (根据 IATA 数据显示, 2019 年全球航空货邮量 6120 万吨, 同比增速-3.3%)。可见, 目前中国航空货运发展景气度高于全球平均水平。我们认为, 此次新冠疫情全球大流行, 将推进跨境电商快速发展, 全球供应链体系也将发生结构性改变, 叠加政策支持, 中国航空物流业具备较大发展潜力。

图 20: 中国民航货邮运输量及增速变化 (1995-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 中国民航货邮周转量及增速变化 (1995-2019)

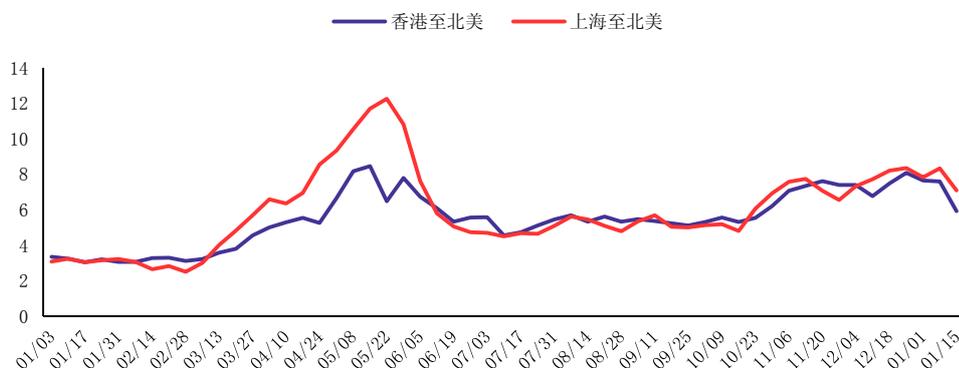


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新冠疫情下客机减班停飞致腹舱运力下降，航空货运价格大幅提升。当前航空货方式主要分为全货机运输和客机腹舱运输。根据中国民用航空局统计数据显示，2019 年全货机货邮运输量占比为 32%，全货机货邮周转量占比为 45%。其中，国际航线全货机占比 51%，客机腹舱占比 49%；国内航线全货机占比 18%，客机腹舱占比 82%。可见，当前客机腹舱货运是我国航空货运首要方式，全货机运输量占比较低。受新冠疫情影响，全球各国纷纷采取了客机减班、停飞措施，航空货运运力供给受到明显影响，据 IATA 数据显示，2020 年 2 月货运运力同比下降 4.4%，其中亚太地区同比下降 17.7%。截止 2021 年 1 月，运力恢复缓慢，受此因素影响，航空货运价格大幅提升。

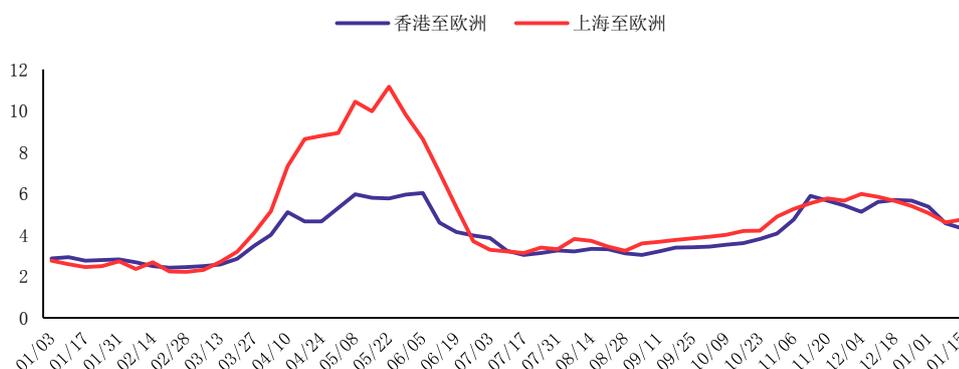
受国内外疫情反复影响，国际航线复航节奏放缓、时间延后，国际客机腹舱运力恢复仍需时间，同时 2021 年全球新冠疫苗运输分发将挤占国际航空运力，预计 2021 年航空货运价格仍将处于相对高位。据 TAC 航空货运价格数据显示，2021 年 1 月 22 日，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 5.17 美元/公斤、4.28 美元/公斤，周环比-27.18%、-10.08%，同比+69.51%、+74.69%；香港-北美、香港-欧洲航空货运价格分别为 6.26 美元/公斤、3.99 美元/公斤，周环比+5.56%、-7.85%，同比分别+105.25%、+44.04%。

图 22: 2018.1.1-2021.1.15 亚太至北美航空货运周度价格指数 (美元/公斤)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2018.1.1-2021.1.15 亚太至欧洲航空货运周度价格指数 (美元/公斤)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

(四) 关键环节: “客改货” 增量运力, 利好空运货代板块业绩改善

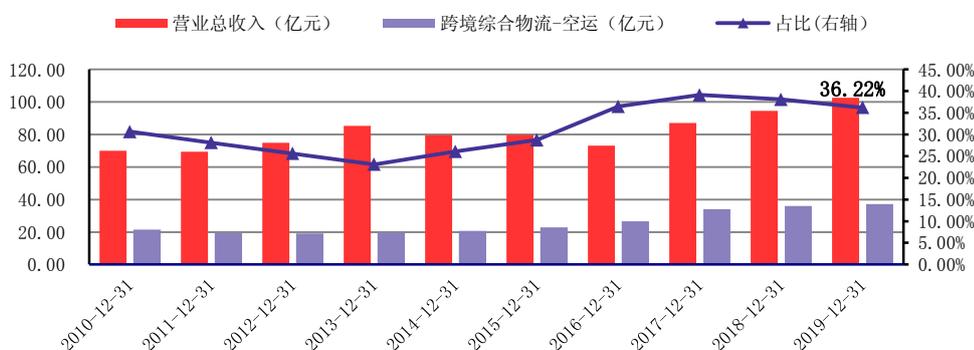
国际货运航班“绿色通道”政策实施, 有效提升国际航空货运航班开通效率。民航局于 2020 年 4 月 3 日正式下发《关于疫情防控期间国际航空货运建立审批“绿色通道”的通知》。具体而言, 国际货运航班计划的审批简化为线航班许可和预先飞行计划许可两部分, 定期货运航班方许可申请期限由原来 30 天调整为提前 1 天, 预先飞行计划许可申请时限由原来 5 个工作日调整为提前 1 天; 加班和包机货运航班许可申请和预先飞行计划申请均由原来 7 个工作日和 5 个工作日调整为提前 1 天, 且系统受理时间均为 7*24 小时。我们认为, 此项政策的实施, 切实提高了国际航空货运航班开通效率, 有助于缓解阶段性国际航空货运能力不足问题。

全货机总量规模有限, “客改货” 成为特殊时期改善航空货物运力的应急措施。根据国务院联防联控机制新闻发布会信息显示, 目前我国拥有全货机 173 架(FedEx 自有全货机 639 架、UPS 自有全货机 248 架), 占民航运输机队比例为 4.5%。可见, 我国全货机机队规模仍有进一步提升空间。其中, 顺丰航空 58 架、邮政航空 31 架、南方货运 14 架、金鹏航空 13 架、圆通航空 12 架、国货航 11 架, 主要分布在快递公司和航空货运公司。四大航空集团承担主要航空货运量。据中国民航大学研究显示, 2018 年中国内地各航司货运市场份额如下: 中航集团

28.32%、南航集团 23.46%、东航集团 19.54%、海航集团 11.66%、顺丰航空（自有）6.78%、邮政航空 3%、其他航空公司 7.24%。受新冠疫情影响，客机减班停航，造成闲置现象。因此，近期，东航、南航、汉莎等国内外航空公司纷纷采取“客改货”措施，一方面满足目前医疗防疫物质、日常消费品的国际运输，另一方面缓解客机停飞产生的经济损失。我们认为，受航空货运发展阶段影响，“客改货”将成为特殊时期改善航空货物运力的应急措施。

“客改货”减缓疫情对航司、机场的业绩影响但作用有限，增量运力有助于空运货代业绩改善。航空货运产业链中包括航空货运公司、货运代理、机场货站、地面物流公司等环节。据中国民航大学研究显示，航空货运价值链中，出发地货代占 12.2%、出发地机场货运占 7.3%、航空承运人占 48.8%、目的地机场货运占 7.3%、目的地货代占 24.4%。可见，航空货物运力增量对航司、机场、货代（第三方物流）业绩改善具有正面支撑效应，但具有差异性。

图 24：华贸物流空运代理营收及占比变化（2010-2019）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

根据公开年报披露数据显示，航空公司方面，国航、南航、东航 2019 年航空货运及邮运营收（占总收入比重，以下简称“占比”）分别为 57.32 亿元（4.21%）、96.15 亿元（6.23%）、38.26 亿元（3.17%）；顺丰 2019 年自有全货机发货 57.87 万吨，散航发货 77.45 万吨。机场方面，上海机场 2019 年上半年航空性业务中旅客及货邮营收 11.45 亿元（20.99%）；深圳机场 2019 年航空物流营收 2.81 亿元（7.38%）。物流公司方面，华贸物流 2019 年跨境综合物流-空运板块营收 37.13 亿元（36.22%）；中国外运 2019 年空运代理营收 50.67 亿元（6.53%）。基于以上数据分析，我们认为此次客机减班停飞造成了航空运力供给不足，进而促进提升了全货机装载率、使用率，“客改货”增加的运力对航空货运价值链中空运货代业务占比大的物流公司形成利好，业绩改善弹性相对更强。

（五）政策红利：国家强化自主可控全球供应链，培育国际物流龙头企业势在必行

新冠疫情下，全球供应链格局发生了变化。在构建新型全球供应链过程中，补齐航空货运短板至关重要。航空货运是国家重要的战略性资源，具有承运货物附加值高、快捷高效等特点，在应急处突、抢险救灾、军事保障等方面具有重要作用。随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，电子商务和快递物流业持续快速增长，航空快件比例上升，企业经营模式由货物运输为主向全产业链延伸，传统航空货运企业逐步向提供全流程服务的航空物流企业转变，新兴的航空物流企业不断涌现，迅速成长。航空货运的专业化、物流化发展趋势，对航

空货运设施的布局、运行环境和效率提出了更高要求。为此，中央财经委员会第八次会议明确提出统筹推进现代流通体系建设。国家发展改革委、中国民用航空局联合印发《关于促进航空货运设施发展的意见》。可见，从政策层面来看，加快航空货运发展，构建自主可控的全球供应链是未来重点推进任务。

表 2：航空货运利好政策

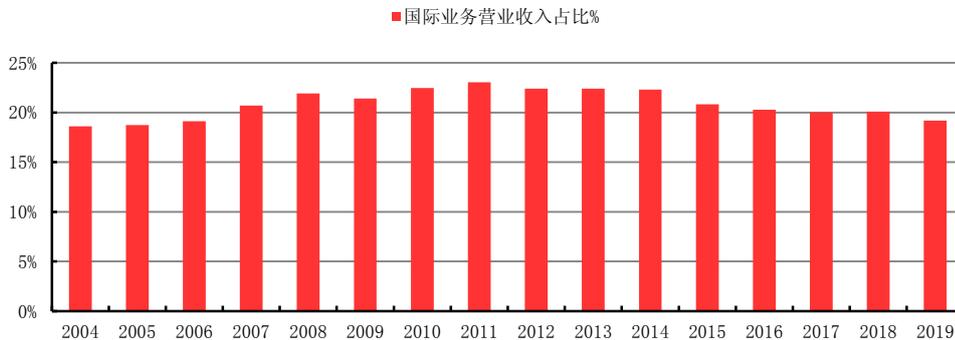
主要政策	要点
中央财经委员会第八次会议：研究畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题。	建设现代综合运输体系，形成统一开放的交通运输市场，优化完善综合运输通道布局， 加强高铁货运和国际航空货运能力建设 ，加快形成内外联通、安全高效的物流网络。要完善现代商贸流通体系， 培育一批具有全球竞争力的现代流通企业，推进数字化、智能化改造和跨界融合 ，加强标准化建设和绿色发展，支持关系居民日常生活的商贸流通设施改造升级、健康发展。
国家发展改革委、中国民用航空局联合印发《关于促进航空货运设施发展的意见》	近期 2025 年，建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场 ，优化完善北京、上海、广州、深圳等 综合性枢纽机场货运设施 ，充分挖掘既有综合性机场的货运设施能力，结合空港型国家物流枢纽建设，研究提出由综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场共同组成的航空货运枢纽规划布局。 展望 2035 年，在全国范围内建成 1-2 个专业货运枢纽机场 ，并结合《全国民用运输机场布局规划》修订，进一步完善国际航空货运枢纽布局，综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场布局相辅相成、更加成熟。 培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业，覆盖全球的航空货运网络骨架初步形成 ，航空货运发展核心要素资源配置进一步优化，设施布局进一步完善，效益显著提高，综合保障能力大幅提升，成为服务国家重大战略、促进经济结构转型升级、深度参与国际合作、推动我国经济高质量发展的有力支撑。

资料来源：国务院网站，中国银河证券研究院整理

财政部发布公告，自 2021 年 1 月 1 日起继续征收民航发展基金，优化民航发展基金使用方向，将航空物流体系建设纳入民航发展基金补助范围。民航发展基金补助范围纳入航空物流体系建设，是国家构建自主可控全球供应链的重要政策措施之一。我们预计，包括全货机机队建设、航空货运综合枢纽、航空物流数字化等主题内容有望成为重点支持领域，航空物流产业迎来政策红利。

公司层面来看，典型全货机物流企业与国际物流龙头营收体量仍差距巨大。自 2010 年起，顺丰开始布局海外业务。截止 2019 年末，顺丰国际标快/国际特惠业务覆盖美国、欧盟、俄罗斯、加拿大、日本、韩国、印度、巴西、墨西哥、智利等 62 个国家，国际小包业务覆盖全球 225 个国家及地区。2019 年顺丰国际实现全美自营进口清关，并取得了报关代理资质和快递操作中心资质，11 月顺丰日本 JV 公司取得了清关牌照，优质的资源保障了顺丰国际向客户提供快捷无忧的服务能力。顺丰航空拥有 5 条自营国际航线，包括 2019 年新增的无锡-哈恩及深圳-德里 B747 航线等。此外，2019 年 8 月顺丰还联合 Flexport 推出端到端的国际海运服务，产品覆盖中国内地和香港运往美国全境和欧洲主要港口。2019 年顺丰控股国际业务实现营业收入 28.39 亿元，同比增长 7.89%，保持稳健增长。国际巨头 UPS 年国际业务收入占比稳定在 20% 左右，已具备规模效应，增速缓慢。相比之下，顺丰控股的国际业务处于刚起步的状态。

图 25: UPS 国际业务收入占比

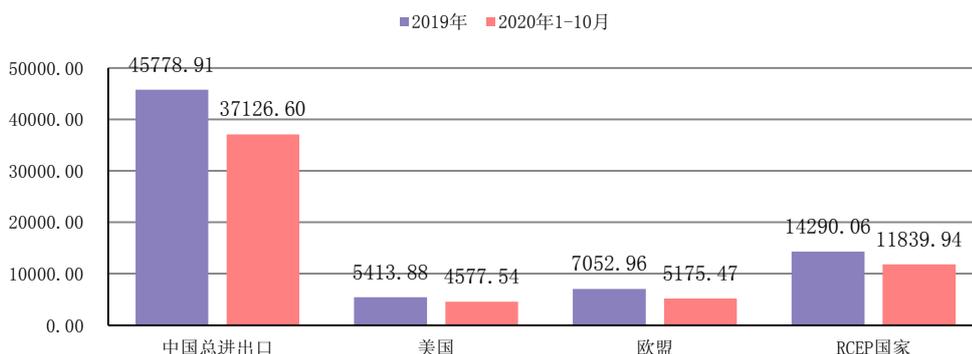


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(六) 外贸形势: RCEP 正式签署, 跨境电商物流产业迎来增量红利

《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 正式签署, 符合我国实施国际国内双循环战略预期。RCEP 是 2012 年由东盟发起, 历时八年, 成员包括中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国共 15 方而制定的协定。截止 2019 年, RCEP 的 15 个成员国总人口达 22.7 亿 (占全球将近 30%), GDP 达 26 万亿美元 (占全球约 30%), 出口总额达 5.2 万亿美元 (将近 28% 的全球贸易), RCEP 自贸区的建成意味着全球约三分之一的经济体量将形成一体化大市场。从我国角度来看, RCEP 自贸区已经我国第一大外贸对象。根据国家海关总署统计数据显示, 2019 年我国与 RCEP 国家、欧盟、美国的进出口额分别为 14290、7053、5414 亿美元, 占总进出口额的比例分别为 31.22%、15.41%、11.83%。2020 年 1-10 月, 对应进出口额分别为 11839、5175、4578 亿美元, 占比分别为 31.89%、13.94%、12.33%。我们认为, 当前在国际环境发生剧变的条件下, 此次 RCEP 的正式签署, 将有助于我国实现国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图 26: 中国对外贸易情况 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

RCEP 深化推进区域货物贸易和投资, 将促进跨境物流产业加速发展。RCEP 包括 20 个章节, 涵盖货物、服务、投资等全面的市场准入承诺。其中, 货物贸易整体自由化水平达到 90% 以上, 服务贸易承诺显著高于原有的“10+1”自贸协定水平, 投资采用负面清单模式做出市场开放承诺, 规则领域纳入了较高水平的贸易便利化、知识产权、电子商务、竞争政策、政府采购等内容。据商务部公开发布信息数据显示, 到 2025 年, RCEP 可望带动成员国出口、对外投

资产存量、GDP 分别比基线多增长 10.4%、2.6%、1.8%。我们认为，随着 RCEP 自贸区国家进出口量及投资逐步提升，对跨境物流的需求也将呈现上升态势。

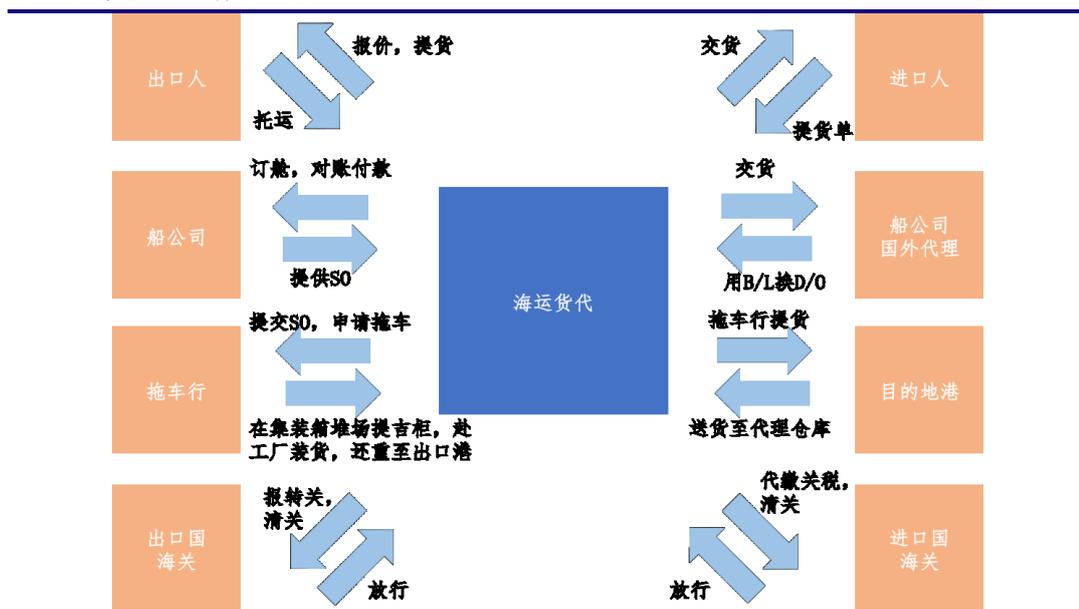
跨境物流产业链迎来增量红利，国际货代、航运、港口板块有望受益。从业务流程的覆盖范围来看，跨境物流服务包括传统货代服务、综合物流服务和供应链服务。其中，经营传统货代的公司的业务范围仅覆盖跨境物流业务链条中的订舱、清关两个关键环节；而综合物流则覆盖了组织货源、填单、订舱、清关、运输、配送等链条上的全部环节；供应链服务则在综合物流全链条服务的基础上对整个链条的业务环节进行集成优化，并进一步提供其他高附加值服务。当前跨境物流形态主要以国际货代为基石业务，逐步迈向综合物流服务阶段，亚太地区货物运输方式主要包括海运和空运。因此，我们认为国际货代、航运、外贸型港口等行业将分享 RCEP 签署带来的跨境物流增量红利。

三、核心业务：国际货代为基石业务，跨境电商物流高成长

（一）海运代理：市占率具有提升空间，疫情下集运价格维持高位

数十年管理运营经验，覆盖进出口贸易重要环节。公司的国际海运代理业务板块已积累了数十年的管理运营经验。海运业务板块主要为集装箱海运货代服务性质，覆盖了订舱、配载、报关报验、干线运输、仓储、进出港离境动态、清关等进出口贸易流程当中的重要环节，在服务流程中，公司兼具了“公共订舱平台”及“无船承运人”的双重身份。同时，公司还提供海空联运等多式联运产品，及拼箱集运产品。在传统海运货代业务的基础上，公司还提供“门到门”的一站式跨境综合物流服务；凭借公司拥有自营的仓储设施、卡车运力及专业报关团队，可实现统筹化一站式提供出口国境内的提货、分拣、包装服务，及进口国境内的存储、分拨、派送服务。

图 27：海运代理业务流程图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

业务网络覆盖主要海运干线，合作广泛运力充足。公司的海运业务网络覆盖了主要的世界集装箱海运干线，其中包括美西航线、美东航线、欧洲及地中海航线、新澳航线等主要线路。为了统筹优化运力建设，公司在各条海运线路上均有和其他航运船务公司进行战略合作：在美西航线、美东航线等太平洋航线中，公司与海洋网联船务（ONE）、地中海航运公司（MSC）、现代商船（HMM）、以星综合航运（ZIM）、汉堡南美船务（HBS）、长荣海运（EMC）等公司签署了合约；在欧洲及地中海航线中，公司与中国远洋运输（COSCO）、ONE 等公司签署了合约；在澳洲航线中，公司与 EMC、HBS、HMM、德翔海运（TSL）等公司签署了合约；在其他航线中，公司与马士基航运（MSK）、太平船务（PIL）、东方海外（OOCL）等公司签署了合约。

图 28：公司海运代理业务网络及主要合作方



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

“海运 50 强”排名第八，海运代理市场占有率具备提升空间。2019 年，公司国际海运业务板块实现营业收入 34.91 亿元，在“海运 50 强”中排名第 8，在“海运 50 强”中的营收口径市占率为 1.89%。相比市占率位于前 2 位的中国外运（25.97%）、中远海运（25.41%），公司市占率理论上有较大提升空间。

表 3：2019 年“海运 50 强”前十名

排名	公司名称	营业收入（亿元）	市占率（%）
1	中国外运	479.02	25.97%
2	中远海运	468.61	25.41%
3	锦城国际物流	104.19	5.65%
4	中集现代物流	55.80	3.03%
5	全球捷运物流	42.83	2.32%
6	深圳华运	41.20	2.23%
7	振华物流	36.43	1.98%
8	华贸物流	34.91	1.89%
9	DHL	29.39	1.59%
10	东方国际物流	27.13	1.47%

资料来源：中国国际货运代理协会，中国银河证券研究院整理

海运代理板块营收占比有所下降，由 2019 年 38.59% 降至 2020 年上半年 28.87%。2019 年/2020H1，公司国际海运代理业务板块实现营业收入 39.56 亿元/18.73 亿元，同比 +13.32%/+3.65%，对 2020H1 公司营业总收入（64.87 亿元）的贡献比例为 28.87%，贡献较 2019 年的贡献比例 38.59% 有所下降。累计来看，2008-2019 年，公司海运代理业务营收的 11 年复合增长率 CAGR 为 +9.01%。

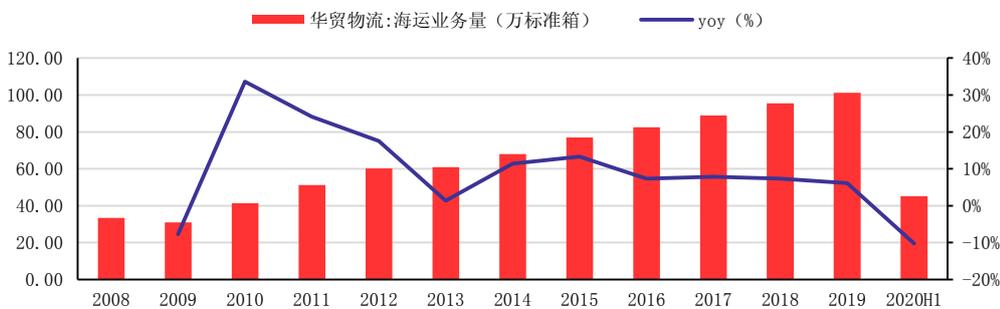
图 29：2008-2020H1 公司海运业务收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

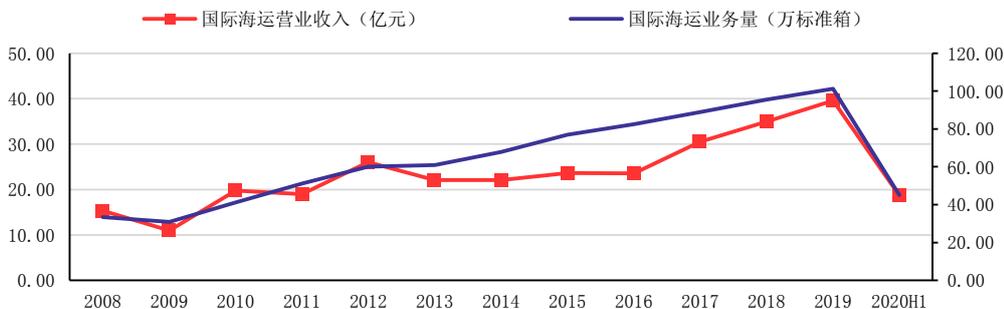
2020 年 H1，海运业务量为 45.09 万标准箱，同比降-10.25%。2019 年/2020H1，公司处理海运集装箱量共计 101.29 万标准箱/45.09 万标准箱，同比+6.10%/-10.25%，2020 年 H1 海运业务量同比下降，主要系上半年受到全球疫情影响的结果。累计来看，2008-2019 年，公司海运集装箱量的 11 年复合增长率 CAGR 为 +10.60%，呈现出平稳增长的态势。

图 30：2008-2020H1 公司海运业务量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

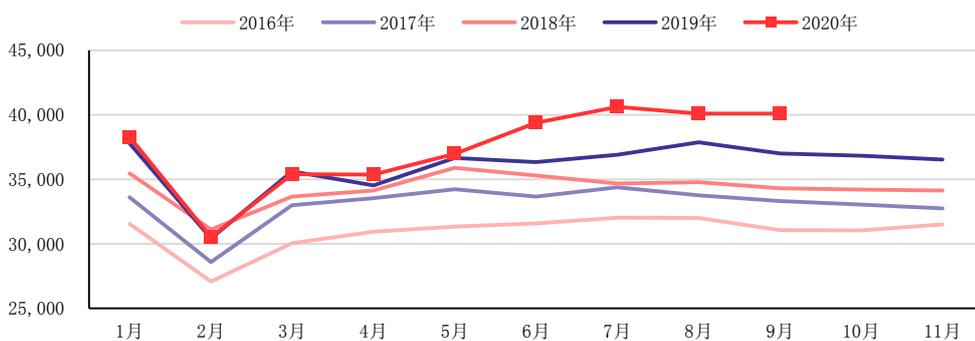
图 31：2008-2020H1 公司海运业务收入及业务量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

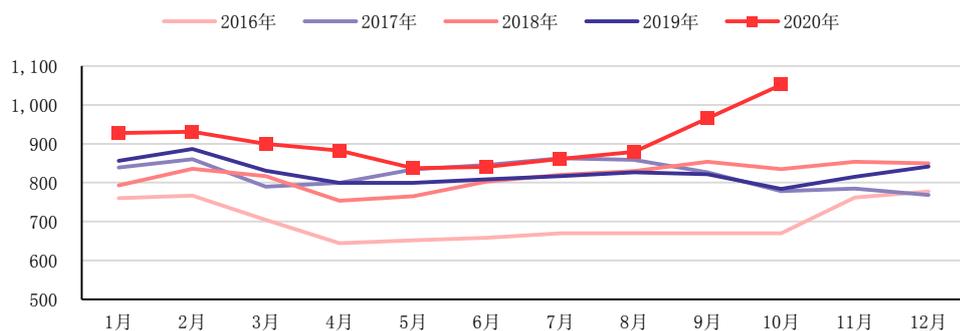
疫情下集装箱运价维持高位，平滑疫情对海运业务量的冲击。从公司海运业务量对营业收入的贡献来看，2020年H1公司海运板块业绩同比增速(+3.65%)高于海运业务量增速(-10.25%)，受到疫情带来的运力紧张影响，集装箱运价在上半年维持高位，故一定程度上抵消了疫情对公司海运业务量的负面冲击。

图 32: 2016-2020 年港口外贸货物吞吐量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

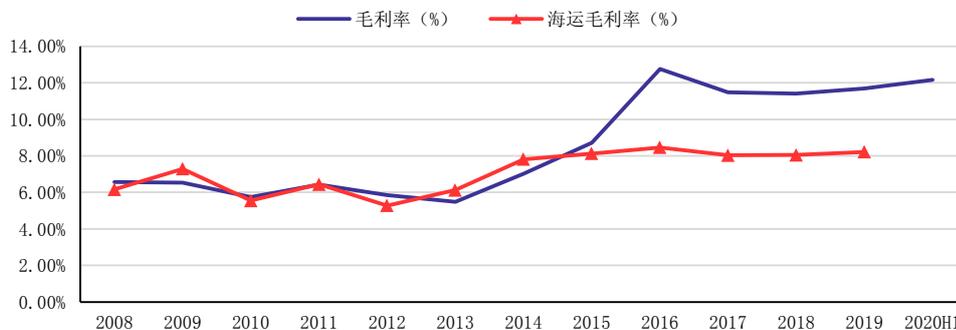
图 33: 2016-2020 年 CCFI 指数呈现高景气度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2019年, 海运代理板块毛利率为 8.21%, 略低于总毛利率。2019年, 公司海运板块毛利率为 8.21%, 低于同期公司总毛利率水平(11.68%) -3.47pct。由此可见, 2019年, 公司国际海运代理业务的业绩表现相对公司业绩总水平略低。

图 34: 2008-2020H1 公司海运业务毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）空运代理：运力网络遍布全球，空运价格高位运行支撑业绩

一站式空运代理服务，覆盖全球主要地区。国际空运代理业务板块是公司另一基石业务。公司的国际空运业务包括了货物出口、货物进口、监管仓库、清关服务等贸易流程中的主要环节，为客户提供量身定制的一站式物流服务。公司的空运业务航线包括欧洲线、美洲线、中东非线、日韩线、东南亚线、澳新线等，对世界范围内的主要地区基本实现了覆盖。

与知名航司合作，运力网络遍布全球。公司与大部分国内、国际知名航空公司建立了合约关系。其中包括国内的“四大航”及全货航司中货航、扬子江货航，和国外的德国汉莎航空、美联航空、全日航空、国泰航空、阿联酋航空、土耳其航空、新加坡航空、马来西亚航空、荷兰皇家航空等，及国外全货航司美国极地货航、俄罗斯空桥货航、俄罗斯伏尔加第聂伯货航、卢森堡货航等。在此基础上，公司与国内外知名快递物流公司也在货运业务上建立了合作关系，其中包括顺丰速运、菜鸟供应链、UPS等。

特别是2019年10月，公司收购河南航投后，对其旗下子公司中原龙浩形成控制，并与河南航投合资设立了卢森堡货航，打造了郑州-卢森堡货运包板项目。公司还与全日航空、空桥货航、汉莎航空分别合作打造了盐城-大阪货运包机航线项目、俄罗斯空桥货运项目、汉莎“卡航”项目等。此外，2019年11月，公司与菜鸟供应链签约，并通过了25个国家和地区、713条空运线路的海外能力测试，正式成为了菜鸟的跨境物流供应商。

图 35：公司空运代理业务主要合作方



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

“空运 50 强”排名第四，空代市占率有望进一步提升。2019 年，公司国际空运业务板块实现营业收入 35.97 亿元，在“空运 50 强”中排名第 4，在“海运 50 强”中的营收口径市占率为 6.06%。A 股上市同行中，公司排名第 2，仅次于营收规模及市占率位于前列的货代龙头中国外运。我国国际空运市场集中度不高，也处于相对自由竞争、增量竞争的阶段。

表 4：2019 年“空运 50 强”前十名

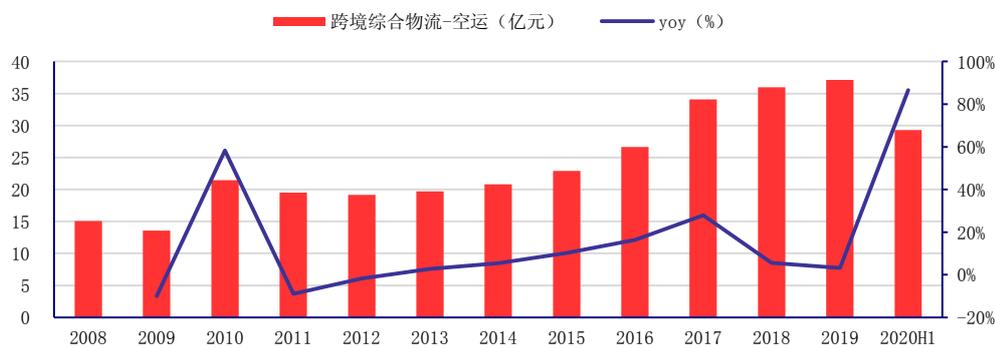
排名	公司名称	营业收入（亿元）	市占率（%）
1	DHL	84.08	14.17%

2	中国外运	51.05	8.61%
3	Apex	49.85	8.40%
4	华贸物流	35.97	6.06%
5	唯凯国际物流	26.24	4.42%
6	近铁国际物流	20.53	3.46%
7	日通	19.74	3.33%
8	上海青旅国际货运	19.58	3.30%
9	新时代国际货运	18.53	3.12%
10	海程邦达国际物流	17.33	2.92%

资料来源：中国国际货运代理协会，中国银河证券研究院整理

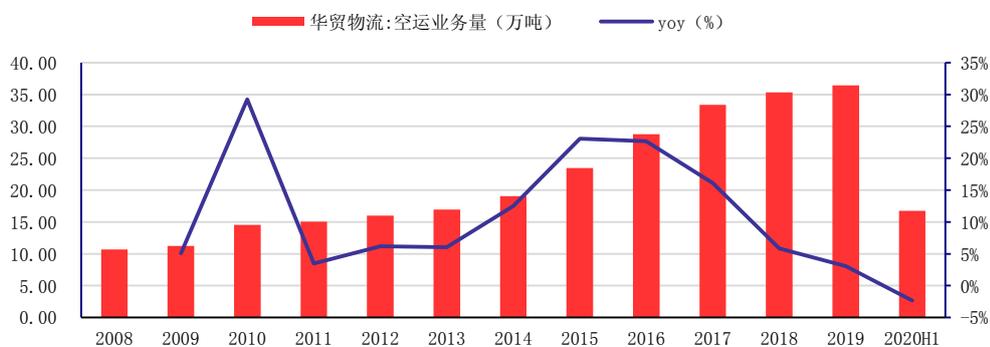
受益于新冠疫情下航空货运需求爆发，2020年H1空运代理板块营收同比增+86.58%，营收占比由2019年的36.22%提升至45.18%。2019年/2020H1，公司国际空运代理业务板块实现营业收入37.13亿元/29.31亿元，同比+3.24%/+86.58%，2020年H1，空运代理营收同比近翻一番。2020年H1，公司空运代理板块对营业总收入（64.87亿元）的贡献比例为45.18%，贡献较2019年的36.22%有显著提升。累计来看，2008-2019年，公司空运代理业务营收的11年复合增长率CAGR为+8.54%。

图 36：2008-2020H1 公司空运业务收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 37：2008-2020H1 公司空运业务量

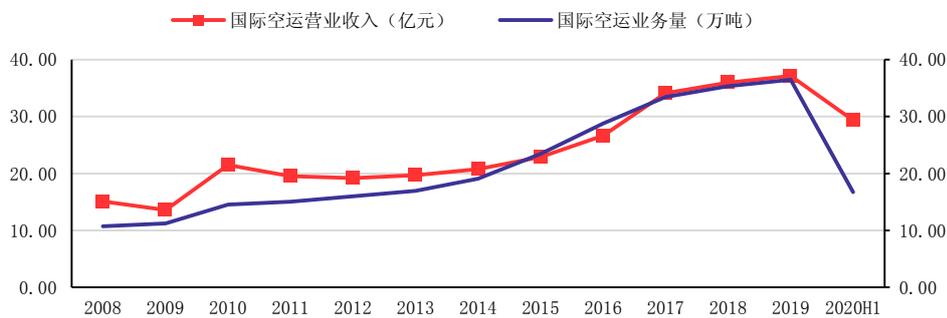


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020年H1, 空代业务量16.73万吨, 同比降-2.34%。2019年/2020H1, 公司处理空运业务量共计36.43万吨/16.73万吨, 同比+3.06%/-2.34%, 2020年H1, 受到全球疫情影响, 空运代理业务量同比下滑。累计来看, 2008-2019年, 公司空运业务量的11年复合增长率CAGR为+11.78%, 呈现平稳增长态势。

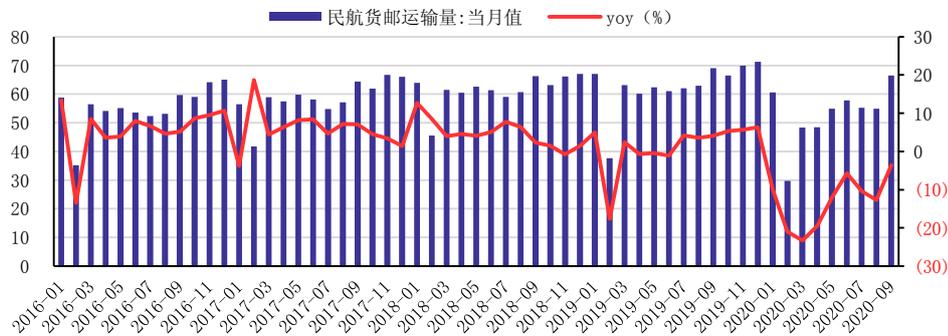
疫情期间运价上涨支撑, 空运板块业绩表现突出。从公司空运业务量对营收业绩的贡献来看, 2020年H1, 公司空运板块业绩同比增速(+86.58%)显著高于空运业务量增速(-2.34%), 将近翻一番, 主要系受益于上半年空运价格上涨带来的利好因素, 抵消了疫情对空运业务量的冲击。

图 38: 2008-2020H1 公司空运业务收入及业务量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 2016-2020 年民航货邮月运输量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

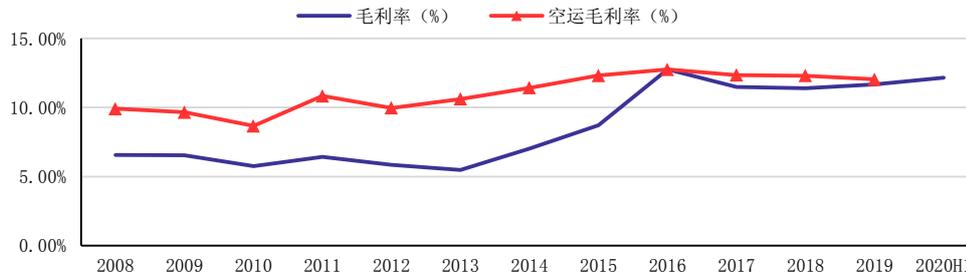
图 40: 2016-2020H1 “三大航” 货邮吨公里收益



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2019年，空运板块毛利率为12.03%，高于公司总毛利率水平。2019年，公司空运板块毛利率为12.03%，高于同期总毛利率（11.68%）0.35pct。由此可见，2019年，公司空运代理业务的业绩对公司毛利润水平有正向的贡献。

图 41：2008-2020H1 公司空运毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）跨境电商物流：跨境电商行业高增长，赋予强劲发展潜力

跨境电商物流服务产品具有“差异化、多样化”特征。公司的跨境电商物流业务主要覆盖跨境电商出口、跨境电商进口物流当中的主要环节，具体包括国际小包、国际快递、国际专线、海外仓等相关的服务产品线。针对不同客户的服务需求，各服务产品在货物重量、费用标准、运输时效等方面亦有各自的不同，产品结构具备差异化、多样化的特点。

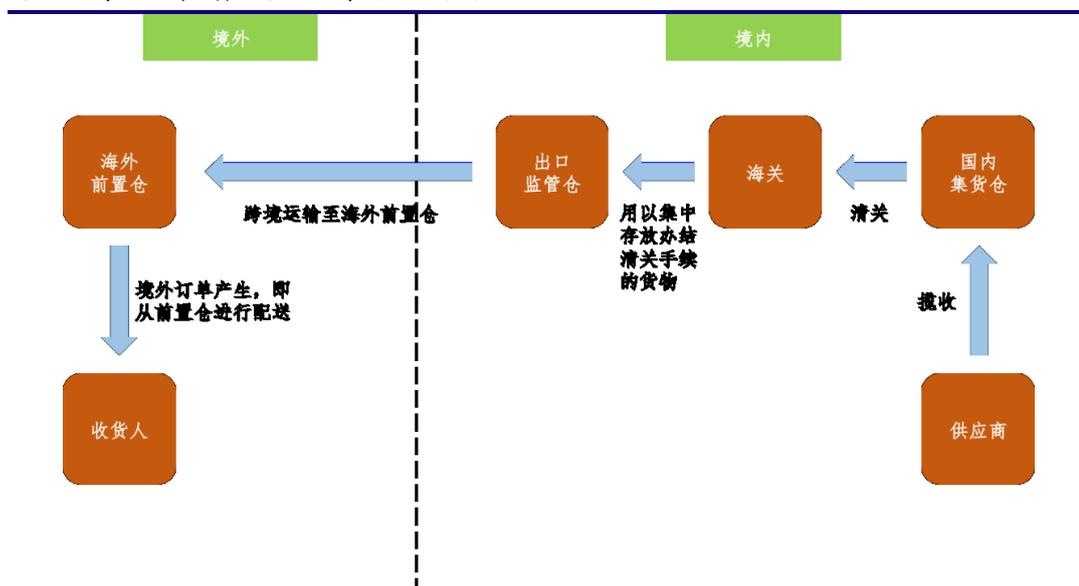
表 5：公司跨境电商主要产品

主要产品	产品特点
国际小包	包裹重量轻，重量<2kg，长宽高之和<90cm，最长边<60cm。费用低廉，运费核算简便，计费方式全球统一，不计首重和续重。时效性普通，10-20天送达。
国际快递	时效性强，4-10天送达。费用相对昂贵。清关环节采用快件报关方式。
国际专线	到特定国家和地区的专线，包括海派/海卡、空派/空卡等形式。清关环节采用一般贸易报关方式。
海外仓	FBA 头程服务（将境内供货商的货物运输至海外的指定亚马逊前置仓）、一站式全程海外仓储服务

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

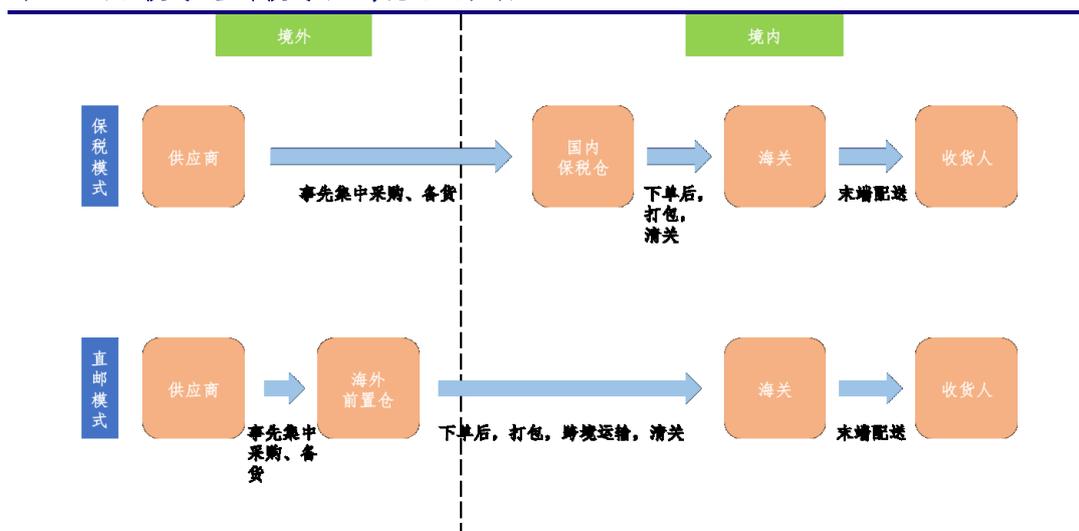
2020年H1，跨境电商物流业务收入9.33亿元，板块呈现量价齐升局面。2019年/2020年H1，公司跨境电商业务板块营业收入分别为2.31亿元/9.33亿元，对应的跨境电商业务量分别为0.805万吨/2.8万吨，半年时间内，跨境电商业务呈现出量价齐升的特点，成长速度较快。2019年/2020年H1，子公司华安润通、华大国际的营业收入分别为2.054亿元/2.957亿元、0.253亿元/0.298亿元，华安润通、华大国际的归母净利润分别为0.199亿元/0.292亿元、0.117亿元/0.159亿元。

图 42: 跨境电商业务流程 (以跨境出口为例)



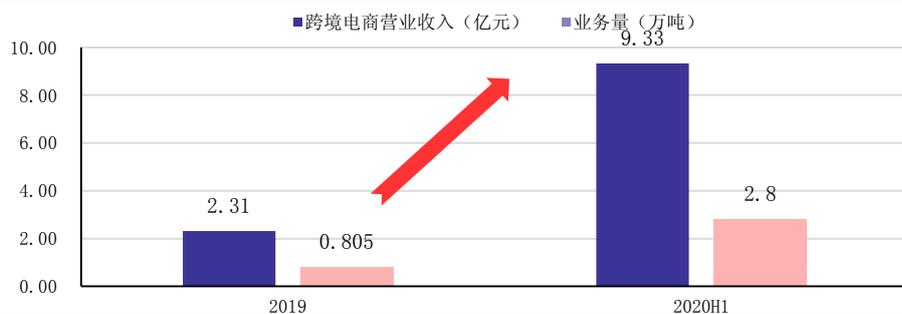
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图 43: 保税模式及直邮模式 (以跨境进口为例)



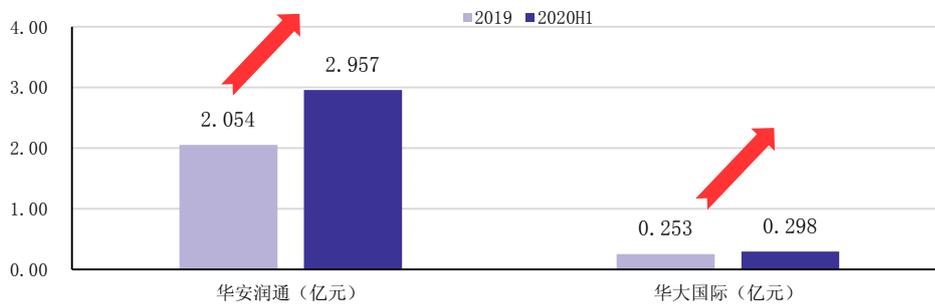
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图 44: 2019-2020H1 公司跨境电商业务量及收入



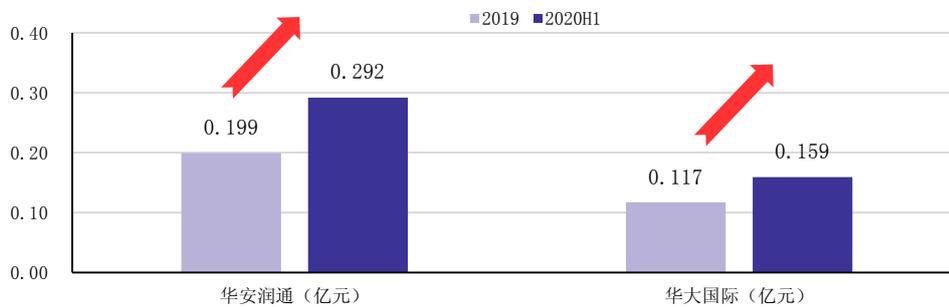
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 2019-2020H1 华安润通、华大国际营收



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

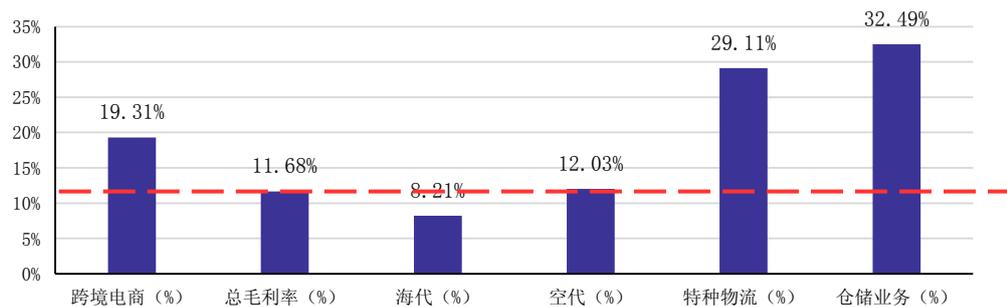
图 46: 2019-2020H1 华安润通、华大国际净利



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2019 年, 跨境电商物流毛利率为 19.31%, 在各业务板块中相对较高。从毛利率来看, 2019 年, 公司跨境电商业务毛利率为 19.31%, 接近 20%, 高于同期总毛利率 (11.68%) 7.63pct, 也高于国际海运代理 (8.21%)、国际空运代理 (12.03%), 跨境电商业务板块毛利率水平相对是较高的。

图 47: 图 29 2019 年公司细分业务毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

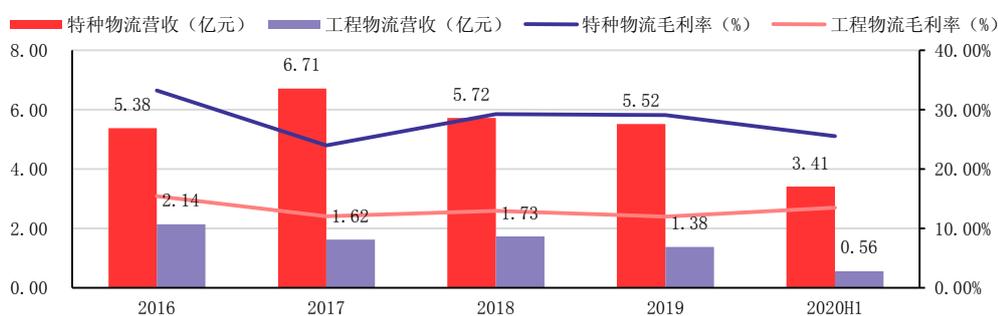
(四) 特种物流&工程物流: 业务特殊属性赋予溢价效应, 未来具有放量空间

特种物流业务特殊性具有溢价效应, 2020 年 H1 特种物流、工程物流毛利率分别为 25.54%、13.49%。2019 年/2020H1, 公司特种物流业务板块实现营业收入 5.52 亿元/3.41 亿元, 同比 -3.45%/+27.24%; 2019 年/2020H1, 工程物流业务板块实现营收 1.37 亿元/0.56 亿元, 同比

-20.94%/-6.67%。由此可见，2020 上半年，疫情背景下，特种物流板块维持了较为可观的同比增长速度。累计来看，2016-2019 年，公司特种物流、工程物流营业收入的 3 年复合增长率 CAGR 分别为+0.86%、-13.61%。2020 上半年，特种物流同比增速高于历史均值水平。

毛利率方面，2019 年/2020H1 特种物流、工程物流板块的毛利率分别为 29.11%/25.54%、11.98%/13.49%。累计来看，2016-2019 年公司特种物流、工程物流板块的 3 年平均毛利率分别为 28.9%、13.11%。特种物流、工程物流毛利率水平均高于公司总毛利率的水平，其中，特种物流的毛利率在过去几年中维持在 25%-30%左右的较高水平区间，为公司毛利率水平最高的业务板块，这主要与特种物流业务风险性较高带来溢价较高的特殊属性有关。

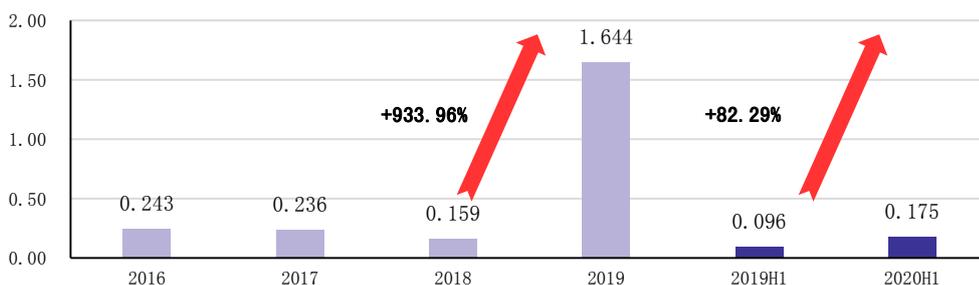
图 48：2016-2020H1 特种、工程物流营收及毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

特种物流业务板块的重要运营主体中特物流业绩增速较快。2015 年，公司作价 12 亿收购了中特物流 100% 股权，自此之后，中特物流成为公司全资子公司，亦对公司工程物流、特种物流业务板块形成了有力的支撑和强化。中特物流通过其控股公司、参股公司，覆盖了电力工程物流、核物流、船舶运输、清洁能源等细分领域。根据公司公告披露数据，2019 年/2020H1，中特物流作为全资子公司，实现归母净利润 1.644 亿元/0.175 亿元，同比+933.96%/+82.29%。

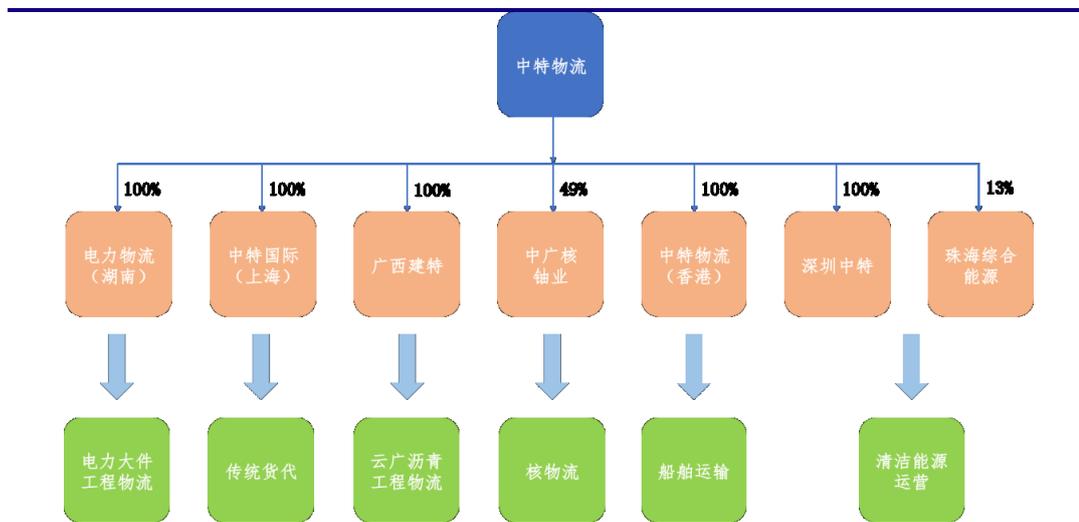
图 49：2016-2020H1 中特物流归母净利润



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

电力工程物流主要为特高压电力工程服务，涉及 800kv 以上直流电及 1000kv 以上交流电的电压等级所相关的电力工程项目物流。电力工程物流主要面向国内、国际的特高压电力工程项目中的设备运输（变压器等）及其装配开展服务，其中包括特高压直流输电工程、特高压交流输电工程、电厂技改相关工程等。电力工程物流的运输方式包括公路、铁路、水路及其多式联运的组合运输方式。

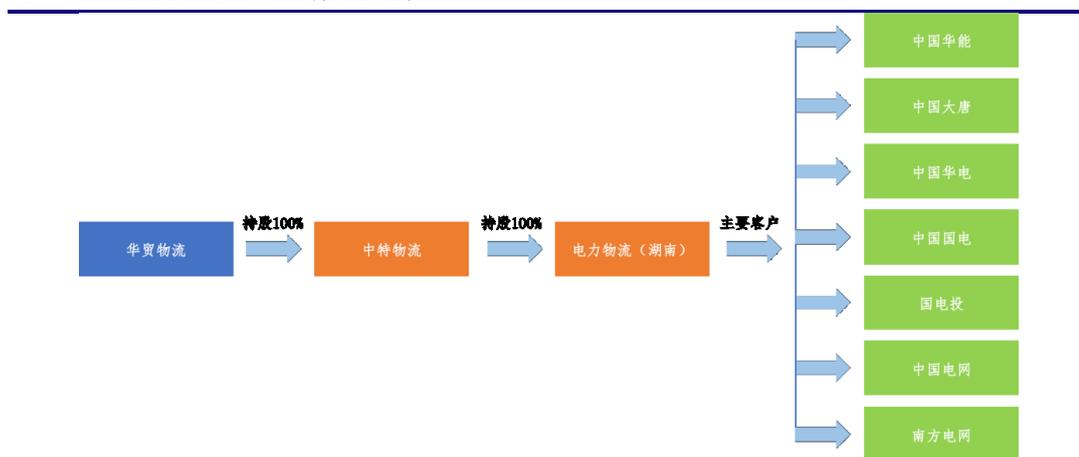
图 50: 中特物流主要子公司及参股公司



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

湖南电力物流投入运营, 服务对象覆盖我国主要电力集团、电网公司。公司的电力工程物流是工程物流板块的最主要构成部分。该业务主要由中特物流的全资子公司, 湖南电力物流服务有限责任公司(简称“湖南电力物流”)投入运营, 湖南电力物流的服务对象覆盖了我国五大电力集团(中国华能、中国大唐、中国华电、中国国电、国电投)及中国电网、南方电网等大型电网公司。由此可见, 中特物流在我国电力工程物流市场中具备较为稳固的大型客户群体。我们认为, 随着特高压等新基建工程持续推进, 电力工程物流业务的政策面红利仍有待释放, 业务板块有进一步的发展空间。

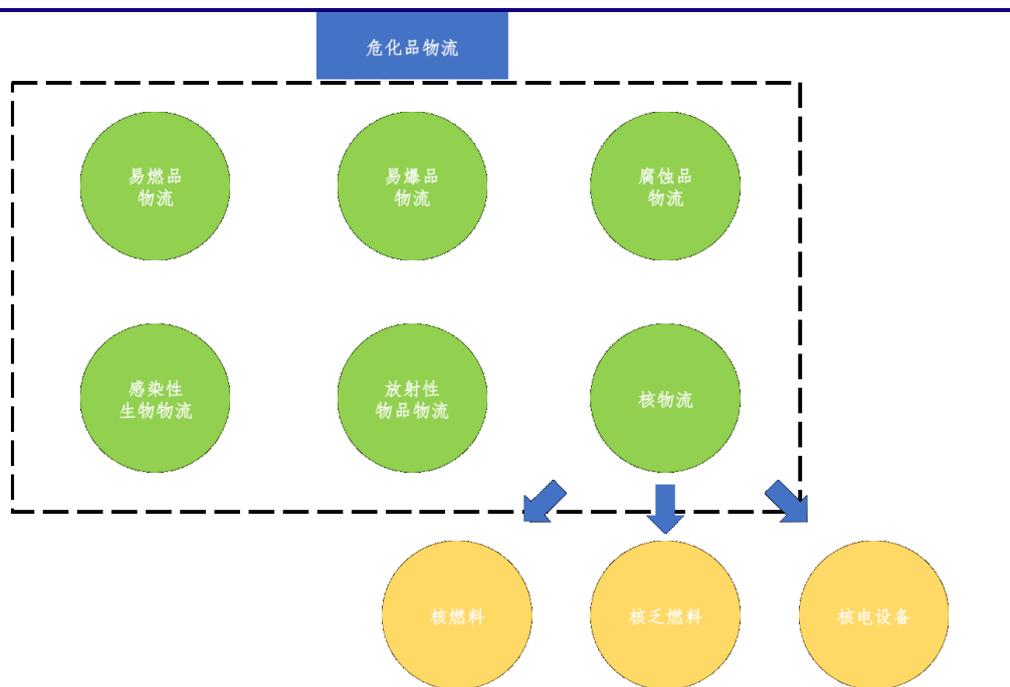
图 51: 公司电力工程物流业务主要客户



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

核物流: 中广核铀业投入运营, 服务对象覆盖主要核工业集团及核动力研究机构。公司的核物流业务是特种物流板块最主要的构成部分。该业务主要由中特物流的参股公司中广核铀业物流(北京)有限公司(简称“中广核铀业”)投入运营。公司核物流业务的服务对象覆盖了中核、中广核、国电投及其他核动力研究机构, 为其提供包括核燃料、核乏燃料、核电设备在内的运输服务。

图 52: 危化品物流细分行业



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

图 53: 公司核物流业务主要客户



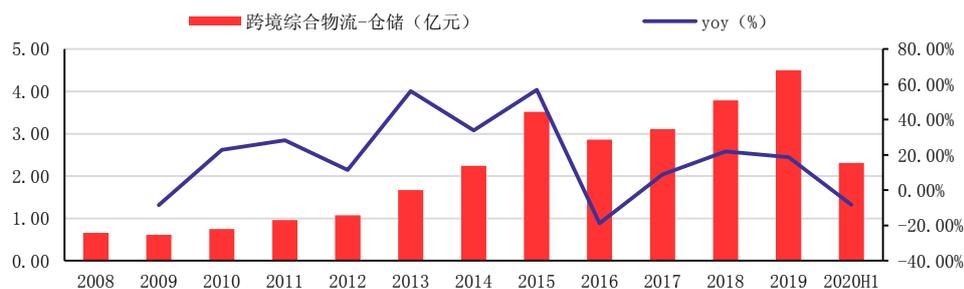
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

(五) 第三方仓储: 仓储面积 17 万平米, 毛利率水平或继续维持较高区间

第三方仓储业务发展稳定, 毛利率可观。截至 2019 年底, 公司自有及租用的仓储面积约为 17 万平方米 (对标跨境货代龙头中国外运: 1200 万平方米)。公司的第三方仓储业务主要提供包括普通仓、海关监管仓、保税仓库在内的相关服务。2020 年 H1, 第三方仓储业务收入 2.31 亿元, 毛利率为 25.69%。2019 年/2020H1 公司第三方仓储业务板块分别实现营业收入 4.5

亿元/2.31 亿元，同比+18.63%/-8.19%。累计来看，2008-2019 年，公司第三方仓储业务板块的 11 年复合增长率 CAGR 为+19.07%，复合增长率近 20%。毛利率方面，2019 年/2020H1，公司第三方仓储的毛利率分别为 32.49%/25.69%，在公司各个业务板块中毛利率水平最高。累计来看，2018-2019 年，公司第三方仓储业务板块的 11 年毛利率平均值为 31.44%。由此可见，当前公司第三方仓储业务的体量规模不大，但毛利率水平是较为可观的，板块业务总体发展平稳。

图 54：2008-2020H1 第三方仓储业务营业收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 55：2008-2020H1 第三方仓储业务毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、盈利预测及估值

（一）盈利预测及相对估值

1. 国际海运代理业务

2020E：业务量：以港口外贸货物吞吐量作为海运代理行业运量的参考指标，与公司业务量进行对照分析判断。2020 年 1-6 月，港口外贸货物吞吐量同比+2.16%，公司海代业务量同比-10.25%，公司海代业务量约低于行业-12pct。根据国家统计局数据显示，2020 年 1-11 月，港口外贸货物吞吐量累计同比+4.2%，我们假设公司与行业的差距仍为-12pct，则假设 2020 年公司海代业务量同比-9%。**运价：**以 CCFI 指数作为海代行业运价的参考指标。2020 年 1-11 月，CCFI 指数平均月同比增幅为 12.92%。我们假设，2020 海代行业运价同比+12.92%。基于以上假设进行测算，2020 年公司海代板块的营业收入同比+2.76%。

2021E：业务量：受 2021 年初国内外疫情反复影响，我国出口高景气有望持续延续，公司有望逐步改善，假设增速为+7%。**运价：**集运价格在 2021 年上半年仍保持高景气度，假设 2021 年 CCFI 指数同比+15%。据此测算，2021 年公司海代板块的营业收入同比+23.05%。

2022E：随着国内外新冠疫苗接种进度持续推进，集运业也将逐步回归后疫情常态，运价有所回落，假设 2022 年公司海代板块营收同比+10%。

毛利率方面，假设 2020 年公司海代板块毛利率为过去三年平均值，即为 $(8.03\%+8.05\%+8.21\%)/3=8.10\%$ 。考虑到运力逐步修复，供给有所增加，假设毛利率微降，2021、2022 年公司海代板块毛利率为 7.83%、7.81%。

2. 国际空运代理业务

2020E: 业务量: 以民航货邮运输量作为空运代理行业运量的参考指标，与公司业务量进行对照分析判断。2020 年 1-6 月，我国民航货运量累计同比-14.65%，公司空代业务量同比-2.34%，公司空代业务量高于行业 12pct。根据民航局统计数据显示，2020 年 1-11 月，我国民航货运量累计同比-10.92%，假设 2020 年空运代理行业运量同比约-10.92%。则 2020 年公司空代业务量同比约+1.08%。**运价:** 选取 TAC 航空货运价格指数中上海-北美、香港-北美、上海-欧洲、香港-欧洲等四条航线价格作为空代行业运价的参考指标。2020 年 1-11 月，上海-北美、香港-北美、上海-欧洲、香港-欧洲航线运价的平均月同比+49.87%、+73.28%、+42.61%、+88.21%，四条航线平均月同比+63.5%。由此假设 2020 年空代行业运价同比+63.5%。**基于以上分析测算，2020 年公司空代板块的营业收入同比+65.27%。**

2021E: 业务量: 疫情催化下线上消费比例逐步提升，叠加 2021 年全球新冠疫苗配送分发，空运需求稳步提升，航空货运业增速有望回归常态实现正增长，公司重点发展空代业务，预计高于行业增速，假设 2021 年公司空代业务量同比+5%。**运价:** 受国内外疫情反复影响，国际航线复航节奏放缓、时间延后，国际客机腹舱运力恢复仍需时间，同时 2021 年全球新冠疫苗运输分发将挤占国际航空运力，预计 2021 年航空货运价格仍将处于相对高位，平均价格维持在 6-8 区间。相比 2020 年 1-11 月平均值为 5.79，仍有上升空间。经测算，假设 2021 年空代行业运价同比+37.47%。**基于以上分析测算，2021 年公司空代板块的营业收入同比+44.34%。**

2022E: 随着国内外新冠疫苗接种进度持续推进，空运业也将进入后疫情上台阶段，假设 2022 年公司海代板块营收同比+12%。

毛利率方面，假设 2020 年公司空代板块毛利率为过去三年平均值，即为 $(12.35\%+12.30\%+12.03\%)/3=12.23\%$ 。进入后疫情时代，空代竞争有所增强，毛利率微降，假设 2021、2022 年公司空代板块毛利率为 11.86%、11.82%。

3. 跨境电商物流

2020E: 2020 年上半年公司跨境电商货物 2.8 万吨，收入 9.33 亿元。受出口高景气度发展影响，预计 2020 年下半年业绩优于上半年，假设 2020 年全年 6 万吨，则收入 20.53 亿元。

2021E: 公司以国际货代为基石业务，逐步迈向全链条的跨境综合物流服务商。跨境电商物流业务已成为公司未来发展的重点。2020 年 12 月 23 日，公司发布公告下属大连分公司与 Airone Aviation Limited 及 Aerotranscargo (FZE) 签署了长期包机合同，有效增强了公司空运服务的稳定性。据测算此次包机协议增量运力 5 万吨，主要服务于跨境电商物流。按此测算，2021 年公司跨境电商物流业务板块营收同比+85%。

2022E: 按照海关总署新设定的统计口径来看，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，增长 31.1%，其中出口 1.12 万亿元，增长 40.1%，预计跨境电商物流市场约为 5000 亿元左右。公司未来有望进一步提升跨境电商物流市场市占率，参考跨境电商增速，假设 2022 年公司跨境电商物流业务板块营收同比+35%。

毛利率方面，假设 2020 年公司跨境电商物流毛利率水平与 2019 年水平一致为 19.31%。考虑后续市场参与主体激烈，毛利微降，假设 2021 和 2022 年该板块毛利率均为 18.88%。

4. 特种物流

2020E: 2019 年公司特种物流业务收入为 5.52 亿元，较 2019H1 (2.68 亿元) 为其 2.06

倍。参照以上系数测算，2020H1 特种物流业务收入为 3.41 亿元，则 2020 年公司特种物流或实现营收 7.02 亿元，同比+27.17%。

2021E: 参考 2019 年我国核工业建设投资年同比增速约为+5%，假设 2021 年公司特种物流板块营收同比+5%。

2022E: 该细分行业总体发展平稳，假设 2022 年公司特种物流板块营收同比+3%。

毛利率方面，假设 2020-2022 年公司特种物流毛利率水平与 2020H1 水平一致，为 25.54%。

5. 工程物流

2020E: 2019 全年，公司工程物流业务收入为 1.37 亿元，较 2019H1 (0.6 亿元) 为其 2.28 倍。参照以上系数测算，2020H1 公司工程物流业务收入为 0.56 亿元，则 2020 年工程物流或实现营收 1.28 亿元，同比-6.57%。

2021E: 参考 2019 年我国特高压电力工程建设投资年同比增速约为 10%，假设 2021 年公司工程物流板块营收同比+10.5%。

2022E: 假设 2022 年公司工程物流板块营收同比+5%。

毛利率方面，假设 2020-2022 年公司工程物流毛利率为 13.49%，与 2020H1 水平一致。

6、第三方仓储

2020E: 2019 年公司第三方仓储业务收入为 4.5 亿元，较 2019H1 (2.52 亿元) 为其 1.8 倍。参照以上系数测算，2020H1 第三方仓储业务收入为 2.31 亿元，则 2020 年第三方仓储物流或实现营收 4.16 亿元同比-7.56%。

2021-2022E: 假设未来 2 年，公司仓储面积不发生显著的增减变动。基于此，假设 2021 年，公司仓储业务板块营收小幅稳步增长，同比+3%；2022 年，公司仓储业务营收同比+1%。

毛利率方面，假设 2020-2022 年公司第三方仓储业务毛利率与 2020H1 水平一致，为 25.69%。

表 6: 分拆业务盈利预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营业收入 (亿元)	87.15	94.45	102.52	146.86	191.15	220.40
yoy (%)	19.25%	8.38%	8.54%	43.25%	30.16%	15.31%
总毛利 (亿元)				18.28	25.06	29.25
毛利率 (%)	11.48%	11.40%	11.68%	12.33%	12.37%	12.39%
海运代理 (亿元)	30.54	34.91	39.56	40.65	50.02	55.02
yoy (%)	29.83%	14.28%	13.32%	2.76%	23.05%	10%
毛利率 (%)	8.03%	8.05%	8.21%	8.10%	7.83%	7.81%
占比 (%)	35.04%	36.96%	38.59%	27.68%	26.17%	24.96%
空运代理 (亿元)	34.08	35.97	37.13	61.36	88.57	99.20
yoy (%)	27.84%	5.53%	3.24%	65.27%	44.34%	12%
毛利率 (%)	12.35%	12.30%	12.03%	12.23%	11.86%	11.82%
占比 (%)	39.10%	38.08%	36.22%	41.78%	46.34%	45.01%
跨境电商物流 (亿元)	-	-	2.31	20.53	37.98	51.27
yoy (%)	-	-	-	788.74%	85%	35%
毛利率 (%)	-	-	19.31%	19.31%	18.88%	18.88%
占比 (%)	-	-	2.25%	13.98%	19.87%	23.26%
特种物流 (亿元)	6.71	5.72	5.52	7.02	7.37	7.59
yoy (%)	24.62%	-14.75%	-3.45%	27.17%	5%	3%

毛利率 (%)	23.99%	29.26%	29.11%	25.54%	25.54%	25.54%
占比 (%)	7.70%	6.06%	5.38%	4.78%	3.86%	3.44%
工程物流 (亿元)	1.62	1.73	1.37	1.28	1.41	1.49
yoy (%)	-24.12%	6.98%	-20.94%	-6.57%	10.50%	5.00%
毛利率 (%)	12.03%	12.70%	11.98%	13.49%	13.49%	13.49%
占比 (%)	1.86%	1.83%	1.34%	0.87%	0.74%	0.67%
第三方仓储 (亿元)	3.11	3.79	4.50	4.16	4.28	4.33
yoy (%)	8.92%	21.94%	18.63%	-7.56%	3%	1%
毛利率 (%)	36.83%	30.46%	32.49%	25.69%	25.69%	25.69%
占比 (%)	3.57%	4.01%	4.39%	2.83%	2.24%	1.96%
供应链贸易 (亿元)	9.70	11.11	10.25	10.35	0	0
yoy (%)	-12.05%	14.52%	-7.67%	0.98%		
毛利率 (%)	1.69%	1.77%	2.14%	1.87%		
占比 (%)	11.13%	11.76%	10.00%	7.05%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

根据以上盈利预测结果, 计算可得 2020-2022 年, 预计公司分别实现营业收入 146.87 亿元、191.15 亿元、220.40 亿元, 同比分别+43.25%、+30.16%、+15.31%。2020-2022 年, 预计公司分别实现归母净利润 5.27 亿元、7.06 亿元、8.26 亿元, 同比分别+53.37%、+33.98%、+16.97%。2020-2022 年, 预计 EPS 分别为 0.403 元/股、0.539 元/股、0.631 元/股, 对应 28 倍、21 倍、18 倍 PE。当前公司积极抢占具备“高成长、高毛利”的跨境电商物流市场, 公司估值也应由“单个环节货代”估值提升对标“综合物流”的估值水平, 未来公司将迎来估值和业绩齐升局面, 维持给予“推荐”评级。

表 7: 盈利预测与估值数据 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8715.35	9445.44	10252.46	14686.55	19115.40	22041.41
增长率 (%)	19.25%	8.38%	8.54%	43.25%	30.16%	15.31%
归属母公司股东净利润	277.65	319.78	343.73	527.16	706.26	826.14
增长率 (%)	24.14%	15.17%	7.49%	53.37%	33.98%	16.97%
每股收益 (EPS)	0.212	0.244	0.262	0.403	0.539	0.631
每股股利 (DPS)	0.069	0.065	0.074	0.117	0.157	0.184
每股经营现金流	0.326	0.104	0.236	0.799	0.550	0.842
销售毛利率	11.48%	11.40%	11.68%	12.33%	12.37%	12.39%
销售净利率	3.31%	3.53%	3.58%	3.84%	3.95%	4.01%
净资产收益率 (ROE)	7.41%	8.18%	8.35%	11.74%	14.16%	14.82%
投入资本回报率 (ROIC)	10.21%	11.22%	11.40%	14.43%	21.43%	24.52%
市盈率 (P/E)	54.47	47.30	44.00	28.69	21.41	18.31
市净率 (P/B)	4.04	3.87	3.68	3.37	3.03	2.71
股息率 (分红/股价)	0.006	0.006	0.006	0.010	0.014	0.016

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 绝对估值

绝对估值模型选取及参数设置：采用三阶段的 FCFF 模型进行绝对估值。考虑到跨境电商行业的高成长性或将持续至 2027 年，假设过渡期为 5 年，自 2023 至 2027 年期间。基于未来跨境电商物流市场稳步增长，假设 2023-2027 年过渡期增长率为 7%，2027 年之后为永续增长期，假设永续增长率为 0.5%。

β值计算：公司 2020 年以来增强跨境电商物流业务发展，行业弹性更强。测算的时间范围为 2020 年 1 月 1 日-12 月 31 日。根据 β 计算器测算结果，公司 β 约为 1.81。

WACC 值计算：我们分别将 5 年期国债收益率、5 年沪深 300 指数平均收益作为无风险收益率 r_f 、市场收益率 r_m ，得 $r_f = 3.07\%$ ， $r_m = 5.37\%$ 。根据 CAPM 模型，得公司股权资本成本 $K_e = 6.75\%$ 。根据公司 2020 年三季报披露的长、短债务到期收益率情况，计算得公司税前债务资本成本 $K_d = 5.09\%$ 。因我国企业所得税率为 25%，根据三季报披露结果，公司资本结构 (E:D) 为 94.53%:5.47%，计算得公司加权平均资本成本 WACC 为 6.59%。

根据 FCFF 模型估算结果，公司每股价值为 16.21 元。敏感性分析结果见表 7：

表 8：绝对估值敏感性分析（单位：元）

WACC	永续增长率 (g)										
	0.31%	0.34%	0.38%	0.41%	0.45%	0.50%	0.55%	0.61%	0.67%	0.73%	0.81%
4.09%	26.93	27.10	27.29	27.51	27.75	28.01	28.32	28.66	29.05	29.49	30.00
4.50%	24.22	24.35	24.50	24.67	24.86	25.07	25.31	25.58	25.88	26.23	26.62
4.95%	21.78	21.89	22.01	22.14	22.29	22.46	22.65	22.86	23.10	23.36	23.67
5.45%	19.60	19.68	19.78	19.88	20.00	20.13	20.28	20.45	20.63	20.84	21.08
5.99%	17.64	17.70	17.78	17.86	17.96	18.06	18.17	18.30	18.45	18.61	18.80
6.59%	15.87	15.93	15.99	16.05	16.13	16.21	16.30	16.40	16.51	16.64	16.78
7.25%	14.29	14.33	14.38	14.43	14.49	14.55	14.62	14.70	14.79	14.89	15.00
7.97%	12.86	12.90	12.93	12.97	13.02	13.07	13.12	13.19	13.25	13.33	13.42
8.77%	11.58	11.61	11.63	11.67	11.70	11.74	11.78	11.83	11.89	11.95	12.01
9.65%	10.42	10.44	10.47	10.49	10.52	10.55	10.58	10.62	10.66	10.71	10.76
10.61%	9.38	9.40	9.42	9.44	9.46	9.48	9.51	9.54	9.57	9.60	9.64

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

空运海运价格大幅下跌的风险；跨境物流需求不及预期的风险；国际贸易形势变化产生的风险。

六、附录

表 9: 公司主要财务数据 (单位: 百万元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产					营业收入	10,252.46	14,686.55	19,115.40	22,041.41
货币资金	993.17	1,374.05	1,923.20	2,836.44	营业成本	9,054.93	12,875.77	16,751.04	19,309.49
应收账款	2,743.15	3,111.03	3,147.57	3,457.70	营业税金及附加	11.98	17.16	22.34	25.76
存货	60.88	257.48	156.70	320.74	销售费用	472.17	676.37	880.34	1,015.09
其他	18.47	18.47	18.47	18.47	管理费用	262.80	376.46	489.98	564.98
非流动资产					财务费用	4.82	-10.46	-34.78	-51.23
长期投资	188.35	188.35	188.35	188.35	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	634.80	624.50	613.30	602.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,500.86	1,478.80	1,456.75	1,434.70	投资净收益	5.87	0.00	0.00	0.00
其他	12.37	6.18	0.00	0.00	营业利润	455.45	751.24	1,006.48	1,177.32
资产总计	6,167.59	7,097.81	7,537.57	8,886.01	其他非经营损益	-0.28	0.00	0.00	0.00
流动负债					利润总额	455.17	751.24	1,006.48	1,177.32
短期借款	522.80	0.00	0.00	0.00	所得税	87.79	187.81	251.62	294.33
应付账款	1,270.94	2,284.10	2,174.70	2,880.78	净利润	367.38	563.43	754.86	882.99
非流动负债					少数股东损益	23.65	36.27	48.60	56.85
长期借款	40.18	40.18	40.18	40.18	归属母公司净利润	343.73	527.16	706.26	826.14
其他	187.11	186.36	186.36	186.36	EBITDA	515.30	785.93	1,016.85	1,165.06
负债合计	2,020.31	2,510.64	2,401.24	3,107.32	BPS (元)	0.262	0.403	0.539	0.631
少数股东权益	62.13	98.41	147.00	203.85	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东	4,177.28	4,587.17	5,136.33	5,778.69	毛利率	11.68%	12.33%	12.37%	12.39%
负债和股东权益	6,197.59	7,097.81	7,537.57	8,886.01	净利率	3.58%	3.84%	3.95%	4.01%
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	8.35%	11.74%	14.16%	14.82%
经营活动现金流	308.76	1046.80	720.08	1102.63	ROIC	11.40%	14.43%	21.43%	24.52%
净利润	367.38	563.43	754.86	882.99	资产负债率	32.60%	35.37%	31.86%	34.97%
折旧摊销	-	45.15	45.15	38.96	流动比率	2.13	2.08	2.41	2.30
财务费用	4.82	-10.46	-34.78	-51.23	速动比率	2.08	1.96	2.33	2.18
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.65	2.07	2.54	2.48
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	4.07	5.65	7.08	7.87
投资活动现金流	-563.52	-0.75	0.00	0.00	每股收益	0.262	0.403	0.539	0.631
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.143	3.428	3.810	4.257
长期投资	188.35	188.35	188.35	188.35	P/E	41.18	26.85	20.04	17.13
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.44	3.15	2.84	2.54
筹资活动现金流	227.02	-665.17	-170.93	-189.39	EV/EBITDA	20.72	12.53	9.24	7.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	40.18	40.18	40.18	40.18					
现金净增加额	-11.22	380.88	549.15	913.24					

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图目录

图 1: 华贸物流股东结构图	4
图 2: 中国诚通集团持股公司示意图	5
图 3: 华贸物流重要子公司及联营企业	6
图 4: 2019 年公司主营业务构成	6
图 5: 2020H1 公司主营业务构成	6
图 6: 2008-2020H1 公司营收及归母净利润	7
图 7: 2008-2020H1 公司现金对营收覆盖情况	7
图 8: 2008-2020H1 公司现金对净利覆盖情况	8
图 9: 2008-2020H1 公司主要利润率指标	8
图 10: 中国海关监管跨境电商进出口总值及增长率	8
图 11: 中国跨境电商交易规模及增速	9
图 12: 跨境电商与物流图谱	9
图 13: 国际及港澳台快递业务收入及增速	10
图 14: 国际及港澳台快递业务量及增速	10
图 15: 2013-2019 年中国进出口变化及增速	11
图 16: 2018 年 1 月至 2020 年 11 月中国进出口月度变化及增速 (进出口单位: 亿元)	11
图 17: 全国主要港口集装箱吞吐量及增速变化	11
图 18: CCFI、SCFI 综合指数	12
图 19: 2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数 (美元/公斤)	12
图 20: 中国民航货邮运输量及增速变化 (1995-2019)	13
图 21: 中国民航货邮周转量及增速变化 (1995-2019)	13
图 22: 2018.1.1-2021.1.15 亚太至北美航空货运周度价格指数 (美元/公斤)	14
图 23: 2018.1.1-2021.1.15 亚太至欧洲航空货运周度价格指数 (美元/公斤)	14
图 24: 华贸物流空运代理营收及占比变化 (2010-2019)	15
图 25: UPS 国际业务收入占比	17
图 26: 中国对外贸易情况 (单位: 亿美元)	17
图 27: 海运代理业务流程图	18
图 28: 公司海运代理业务网络及主要合作方	19
图 29: 2008-2020H1 公司海运业务收入	20
图 30: 2008-2020H1 公司海运业务量	20
图 31: 2008-2020H1 公司海运业务收入及业务量	20
图 32: 2016-2020 年港口外贸货物吞吐量	21
图 33: 2016-2020 年 CCFI 指数呈现高景气度	21
图 34: 2008-2020H1 公司海运业务毛利率	21
图 35: 公司空运代理业务主要合作方	22
图 36: 2008-2020H1 公司空运业务收入	23
图 37: 2008-2020H1 公司空运业务量	23
图 38: 2008-2020H1 公司空运业务收入及业务量	24
图 39: 2016-2020 年民航货邮月运输量	24

图 40: 2016-2020H1 “三大航” 货邮吨公里收益	24
图 41: 2008-2020H1 公司空运毛利率	25
图 42: 跨境电商业务流程 (以跨境出口为例)	26
图 43: 保税模式及直邮模式 (以跨境进口为例)	26
图 44: 2019-2020H1 公司跨境电商业务量及收入	26
图 45: 2019-2020H1 华安润通、华大国际营收	27
图 46: 2019-2020H1 华安润通、华大国际净利	27
图 47: 图 29 2019 年公司细分业务毛利率	27
图 48: 2016-2020H1 特种、工程物流营收及毛利率	28
图 49: 2016-2020H1 中特物流归母净利润	28
图 50: 中特物流主要子公司及参股公司	29
图 51: 公司电力工程物流业务主要客户	29
图 52: 危化品物流细分行业	30
图 53: 公司核物流业务主要客户	30
图 54: 2008-2020H1 第三方仓储业务营业收入	31
图 55: 2008-2020H1 第三方仓储业务毛利率	31

表目录

表 1: 主要财务指标及预测	1
表 2: 航空货运利好政策	16
表 3: 2019 年“海运 50 强” 前十名	19
表 4: 2019 年“空运 50 强” 前十名	22
表 5: 公司跨境电商主要产品	25
表 6: 分拆业务盈利预测 (单位: 亿元)	33
表 7: 盈利预测与估值数据 (单位: 百万元)	34
表 8: 绝对估值敏感性分析 (单位: 元)	35
表 9: 公司主要财务数据 (单位: 百万元)	36

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤霖 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn